

## ECLR

### Wettbewerb der Regelgeber im Europäischen Gesellschaftsrecht – jedes Marktsegment hat seine Struktur\*

von

Professor Dr. Dr. STEFAN GRUNDMANN, Halle/Saale

#### *Inhaltsübersicht*

ZGR 2001, 783–832

I. Von den USA nach Europa – Untersuchungsgegenstand . . . . .	785
1. Anstöße im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht . . . . .	785
2. Hauptaussagen zum Europäischen Gesellschaftsrecht . . . . .	789
3. Untersuchungsgegenstand – bereichsabhängig . . . . .	791
II. Voraussetzungen und Wert eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber im Europäischen Gesellschaftsrecht . . . . .	793
1. Voraussetzungen eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber . . . . .	793
2. Wert eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber – einige Rahmen- bedingungen . . . . .	801
3. Präzisierung der Fragestellungen unter dem Aspekt funktionierender Wettbewerb . . . . .	807
III. Der Markt für Gesellschaftsfinanzierung (Kapital) . . . . .	808
1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen . . . . .	808
2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen . . . . .	813
IV. Gesellschaftsgründung - vor allem Kapitalaufbringung . . . . .	815
1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen . . . . .	815
2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen . . . . .	819
V. Sitzverlegung und Umstrukturierungen . . . . .	820
1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen . . . . .	820
2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen . . . . .	828
VI. Schluß . . . . .	831

Die Idee vom Wettbewerb der Regelgeber ist heute aus dem US-amerikanischen Gesellschaftsrecht nicht weg zu denken. Während das Konzept jenseits des Atlantiks im Grundsatz außer Zweifel steht, lehnen in Europa noch

\* Herzlich danken möchte ich den Kolleginnen und Kollegen *Barbara Grunewald*, *Christine Windbichler*, *Guido Ferrarini* und *Klaus J. Hopt* für Diskussion und Anregungen.

immer nicht wenige Autoren einen Wettbewerb bei der Regelsetzung prinzipiell ab. Andere Autoren halten die amerikanischen Erfahrungen für nicht übertragbar. Insbesondere fehle weitgehend der Anreiz für die Regelgeber und die Wahlmöglichkeit für die Gesellschaften, um substantiell solch einen Wettbewerb anzustoßen. Vor allem Ökonomen befürworten ihn, suchen nach Instrumenten, ihn zu beleben, ohne dabei ihren Blick gezielt auf einzelne Segmente zu richten. Vorliegend wird demgegenüber davon ausgegangen, daß die Fragen sinnvoll nur segment- oder bereichsbezogen beantwortet werden können<sup>1</sup>. Die beiden Ausgangspunkte sind hierbei, daß ein Wettbewerb der Regelgeber wohl auch in Europa verfassungsrechtlich geboten ist und daß er auch ökonomisch jedenfalls dann unzweifelhaft wünschenswert ist, wenn Markt- und Staatsversagen minimiert werden. Im Spannungsfeld zwischen Eröffnung von Wahlmöglichkeit und Bekämpfung von Marktversagen weist die Europäische Rahmenordnung gegenüber der US-amerikanischen sogar Vorteile auf<sup>2</sup>.

Das derzeit existente Maß an Wettbewerb der Regelgeber kann, ebenso wie die Frage, ob Markt- und Staatsversagen minimiert werden (können), nur bereichsspezifisch erörtert werden. Dies ist wie in sonstigen Märkten, etwa Produktmärkten, wo Intensität des Wettbewerbs und Marktversagensgefahren von Markt zu Markt differieren. Drei Bereiche werden beleuchtet.<sup>3</sup> Im Markt für Gesellschaftsfinanzierung (Kapitalmärkte) sind die Voraussetzungen für einen Wettbewerb der Regelgeber und Wahlmöglichkeiten gut, gerade auch hinsichtlich Anteilen, die unterschiedliche Anteilseignerrechte einräumen; doch könnte die bestehende Rahmenordnung noch besser genutzt werden, um Hauptformen von Marktversagen entgegen zu treten. Im Markt für Gesellschaftsgründungen räumt die Entscheidung in Sachen *Centros* wichtige, vielleicht die wichtigsten Hindernisse für Wahlfreiheit aus – vorausgesetzt, der EuGH bestätigt die heute wohl überwiegend vertretene Interpretation und unterwirft auch die Sitztheorie einer Überprüfung anhand der Grundfreiheiten. Im Markt für Sitzverlegungen und Umstrukturierungen erscheinen hingegen die Hindernisse für eine freie Wahl noch sehr hoch. Daher ist die Wahlmöglichkeit gerade für die großen Spieler geringer. Möglicherweise kann jedoch auch dies grundfreiheitlich angegriffen werden und ist gerade hier auch eine baldige Fortentwicklung besonders wahrscheinlich. In allen drei Bereichen ist zu fragen, wie weitgehend Wettbewerb bereits existiert und welche Maßnahmen möglich sind, um (funktionierenden) Wettbewerb mit möglichst geringen negativen Effekten zu fördern.

1 Zu all dem I.

2 Zu all dem II.

3 Unter III. bis V.

## *I. Von den USA nach Europa – Untersuchungsgegenstand*

### *1. Anstöße im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht*

#### *a) Faktische und rechtliche Grundlage eines Wettbewerbs der Regelgeber*

Die Geschichte von Entwicklung und Konzept des Wettbewerbs der Regelgeber<sup>4</sup> im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht ist bekannt.<sup>5</sup> Hierbei bilden die Regelgeber die Seite des Angebots, die Gesellschaften und Anleger die Nachfrageseite. Während es zumindest heute für viele Fragen einheitliches Bundesrecht gibt, meist bezogen auf den Wertpapierhandel und handelsrelevante Information, findet eines der 50 Staatenrechte (plus District of Columbia) Anwendung auf die verbleibenden Bereiche. Dies gilt vor allem für die sogenannten inneren Angelegenheiten der Gesellschaften,<sup>6</sup> vor allem die Rechte, die Anteile vermitteln, und das Verhältnis zwischen Unternehmensleitung einerseits und Gesellschaft und Anleger andererseits. Auch für das Verhältnis zu den Gläubigern gilt Staatenrecht – mit der wichtigen Ausnahme des Insolvenzrechts.<sup>7</sup> Nach der Gründungstheorie, die in den USA auch aus Verfassungsgründen selbstverständlich erscheint, kann die

4 Verschiedene Begriffe werden verwendet, ansonsten vor allem der Begriff des Systemwettbewerbs und des Wettbewerbs zwischen Gesetzgebern. Der Begriff des Wettbewerbs der Regelgeber reflektiert jedenfalls das Konzept in den USA: Nach der Gründungstheorie kann ein (staatliches) Recht unabhängig von anderen Teilen des Systems gewählt werden – z. B. unabhängig von Schlüsselspielern (Banksystem) oder auch Infrastruktur. Falls solch eine Wahl nicht möglich ist, konkurrieren ganze Systeme. Jedenfalls jedoch sollte das Konzept des Wettbewerbs der Regelgeber offen genug sein, um auch private Regelgeber einzubeziehen, vor allem für Corporate Governance Standards, die zunehmend „Verbindlichkeit“ erlangen durch Bezugnahme in den Börsenzulassungsbedingungen oder durch Berücksichtigung bei der Unternehmensbewertung durch Ratingfirmen. Zur Terminologie vgl. etwa APOLTE, Die ökonomische Konstitution eines föderalen Systems – dezentrale Wirtschaftspolitik zwischen Kooperation und institutionellem Wettbewerb, 1999, besonders S. 1–10, 96–102; auch VANBERG/KERBER, 5 Constitutional Political Economy 193, 195–197 (1994).

5 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1444–1448 (1992); CURTIS, 15 Delaware Journal of Corporate Law 885 (1990); MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 549–554; ROMANO, in: Newman, The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Bd. I, 1998, S. 364, 364–367.

6 Zur „internal affairs doctrine“ und ihren Wurzeln in der U.S.-amerikanischen Verfassung: BUXBAUM, FS Kegel, 1987, S. 75; CARNEY, in: Wouters/Schneider, Current issues of cross-border establishment of companies in the European Union, 1995, S. 249, 255 f; DEMOTT, 48 Law and Contemporary Problems 161 (1985); REHER, Gesellschaftsrecht in Gemeinsamen Märkten, 1997, S. 68–77.

7 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1489 f und 1510 (1992).

Gesellschaft das Gründungsrecht frei wählen.<sup>8</sup> Die Wahl kann erfolgen bei Gründung, jedoch auch später durch Satzungsänderung. Einhellig wird die Unternehmensleitung als der insoweit aktive Spieler angesehen.<sup>9</sup> Streitig ist demgegenüber, ob und in welchem Umfang Marktdruck seitens der Anleger diese Wahl beeinflusst. Der kleine Staat Delaware, geographisch nahe den großen industriellen Zentren der Ostküste, vereint seit Jahrzehnten den Löwenanteil an Inkorporationen auf sich: knapp bzw. gut die Hälfte der an der New York Stock Exchange notierten bzw. der 500 größten Kapitalgesellschaften sind hier registriert, Statutenwechsel führen fast ausschließlich in Richtung Delaware.<sup>10</sup> Bis zu einem Viertel des Abgabenaufkommens von Delaware stammt aus der anfänglichen Registrierungsgebühr (incorporation fee) und der periodisch erhobenen Konzessionssteuer (franchise tax).<sup>11</sup>

*b) Drei Theorien zum Wert eines Wettbewerbs der Regelgeber*

Den Erfolg Delawares zu erklären, bemüht man sich seit Jahrzehnten.

aa) In einer ersten Hauptetappe überwog die Kritik. Cary erklärte das Phänomen in einem der meist zitierten Aufsätze des amerikanischen Gesellschaftsrechts als „*race to the bottom*“ (Schutzdumpingspirale).<sup>12</sup> Delaware sei so stark, weil es der Unternehmensleitung die Lösung, die ihre Interessen am besten fördert, offeriere – zu Lasten der Interessen der Anleger. Delaware entscheide sich also im inhärenten Prinzipal-Agenten-Konflikt zugunsten des Beauftragten.

bb) Schon 1977 bezog Winter, gestützt auf Überlegungen Tiebouts, die gegenteilige Position.<sup>13</sup> Er sah ein „rush“, „rise“ oder „*race to the top*“ voraus

8 MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 560.

9 Etwa BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1445 (1992); BEHRENS, FS Mestmäcker, 1996, S. 831, 839; CURTIS, 15 Delaware Journal of Corporate Law 885, 892 (1990).

10 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1443 (1992); ROMANO, aaO (Fn. 5), S. 364 f.; ausführlicher DODD/LEFTWICH, 53 Journal of Business 259 (1980); ROMANO, 1 Journal of Law, Economics, and Organization 225, 242–265 (1985); aktuell ebenso *www.state.de.us/corp*.

11 MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 553 f.

12 CARY, 83 Yale Law Journal 663 (1974); EISENBERG, 37 University of Miami Law Review 187, 188 f. (1983); NADER/GREEN/SELIGMAN, Taming the giant corporation, 1976, S. 48. Schon 1933 hatte der Richter am U.S. Supreme Court Brandeis von einem „race to laxity“ gesprochen: 288 U.S. 517, 559 (1933).

13 WINTER, 6 The Journal of Legal Studies 251 (1977). Auf Tiebout wird das Konzept des Wettbewerbs zwischen Staaten oder Gebietseinheiten zurückgeführt, in seinem Falle Kommunen im Bereich Versorgungseinrichtungen und Abgaben: TIEBOUT, 64 Journal of Political Economy 416 (1956).

(Schutzoptimierungsspirale). Denn er sprach dem Wettbewerb der Regelgeber diejenigen Wirkungen zu, die, wenn die andere Marktseite sich hinreichend informieren kann, auch Wettbewerb auf Produktmärkten zugeschrieben wird. Die Unternehmensleitung ist auf Anleger angewiesen, die jedenfalls in Gesellschaften mit öffentlich gehandelten Anteilen durch Kauf und Verkauf reagieren können („Abstimmung mit den Füßen“). Heute ist daher im Grundsatz unstreitig, daß sich der Streit vor allem darum dreht, wie gut der Anlegerseite die relevante Information vermittelt werden kann. Die relevante Information wäre die, die es erlaubt, zu reagieren und Gesellschaften zu verlassen, die das Recht von Staaten wählen, die nicht Anleger- und Aktionärswohlfahrt maximieren (es sei denn die Geschäftsleitung kompensiert dies durch Leistungen, mit denen sie die Konkurrenz auf anderem Gebiet überbietet). Da es mit den institutionellen und professionellen Anlegern (Intermediären) und auch Analysten mächtige Spieler auf der Anlegerseite gibt und diese typischerweise auch die Anreize haben, die relevante Information zu sammeln und zu verarbeiten, wäre es erstaunlich, wenn Informationsprobleme nicht weitgehend abgebaut werden könnten.

*Romano* baute diese Überlegungen aus: Sie stärkte *Winters* theoretisches Argument zusätzlich und untermauerte es zudem durch empirische Daten.<sup>14</sup> Ihre theoretische Überlegung war, daß Delaware nicht nur sehr konsequent eine bestimmte Art Gesellschaftsrecht erließ, typischerweise mit relativ geringer zwingender staatlicher Intervention und mit Schutztendenzen zugunsten des bestehenden Managements – schon dies belegte sie mit mehr Konsequenz als die Autoren zuvor. Zudem betonte sie, daß Delaware eine professionellere „Verwaltung“ des Gesellschaftsrechts hat (u. a. mit einer spezialisierten, schnellen Gerichtsbarkeit für dieses Gebiet), sich zu einer dahingehenden, auch andauernden Politik glaubhafter bekennt (mit Verfassungsgarantien und großer Abhängigkeit von den so erzielten Einnahmen) und auch Rechtssicherheit verbürgt (aufgrund des umfangreichen Fallrechts, das aus der großen Zahl von Delaware-Gründungen und entsprechenden Netzwerkeffekten resultiert). Noch überzeugender war der weitgehend gelungene empirische Beleg, daß sich Gesellschaften, die, aus einer anderen Rechtsordnung kommend, das Recht Delawares wählten, verglichen mit

14 ROMANO, 1 *Journal of Law, Economics, and Organization* 225 (1985); später, neben anderen, DIES., aaO (Fn. 5), S. 364 ff (mit umfangreichen Literaturangaben); DIES., *The Genius of American Corporate Law*, 1993, besonders S. 20 (Übersicht), S. 60–75; sehr einflußreich außerdem COFFEE, 8 *Cardozo L. Rev.* 759 (1987). Sehr weitgehend, nach Ansicht vieler zu weitgehend, weil nunmehr auch Kapitalmarktrecht und damit die bloßen Informationsregeln dem Wettbewerb unterwerfend: ROMANO, in: Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, *Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*, 1998, S. 143.

Gesellschaften, die nicht wechselten, im Durchschnitt der Börsenkurse oder anderer anlegerwohlstandsorientierter Indikatoren überproportional verbesserten oder jedenfalls nicht verschlechterten.<sup>15</sup> *Romanos* Worte vom Genie („genius“) und der Einzigartigkeit („uniqueness“) des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts haben seitdem ihren festen Platz in der Diskussion.

cc) Die dritte Grundposition in der US-amerikanischen Debatte ist *vermittelnd*: *Bebchuk* sah wohl die Vorteile eines Wettbewerbs der Regelgeber, bezweifelte jedoch deren Ausmaß.<sup>16</sup> Aufbauend (implizit) auf allgemeiner Theorie von kompetitiven Märkten schloß er, daß es wichtige Fälle von Marktversagen gäbe und daß hier Bundesrecht erlassen werden solle. Er benannte Minderheits- und Informationsprobleme auf der einen Seite und Externalitäten auf der anderen. Er schloß, daß das bestehende Bundesrecht umfassend gerechtfertigt sei, weil es Fälle von Marktversagen reguliere, und daß in den Fragen Insichgeschäft und Interessenkonflikte, Übernahmen und Gläubigerschutz Bundesrecht erlassen werden solle. Die wohl wichtigste Reaktion hierauf ließ nicht lange auf sich warten: *Kostel* akzeptierte zwar den Ausgangspunkt, daß in den genannten Fällen Marktversagen konstatiert werden könne. Er hinterfragte jedoch die Schlußfolgerung. Denn es spreche kaum ein Grund dafür, daß public choice-Probleme in der Bundesgesetzgebung geringer wären (etwa weniger Lobbyismus durch Unternehmensleiter). Es sei aufgrund dieses Staatsversagens im Bund keineswegs sicher, daß Marktversagen hier zutreffender angegangen werde als auf Einzelstaatenebene. Er exemplifizierte diesen Punkt anhand der Geschichte des Williams Act (zum Recht der Übernahmeverfahren).<sup>17</sup>

15 Für empirische Daten vgl. außer den bei ROMANO, aaO (Fn. 5), S. 367–369 Genannten: KOSTEL, 79 Virginia Law Review 2129, besonders 2140–2154 (1993); und allgemeiner etwa GATSIOS/HOLMES, in: Newman, The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Bd. I, 1998, S. 271, 274; die Aussagekraft bereits theoretisch bezweifelnd BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1458–1461 (1992).

16 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435 (1992).

17 KOSTEL, 79 Virginia Law Review 2129, 2140–2149 (1993); für Europa vergleichbar WOOLCOCK, The Single European Market – Centralization or Competition among National Rules, 1994, besonders S. 16 f.

## 2. Hauptaussagen zum Europäischen Gesellschaftsrecht

### a) Wettbewerb der Regelgeber nicht wünschenswert?

Auch in Europa hielt man Wettbewerb im Ausgangspunkt nicht für einen sinnvollen Mechanismus im Bereich der Regelsetzung.<sup>18</sup> EG-Harmonisierung hatte sogar teils oder gar vorrangig zum Ziel, einem Delawareeffekt in Europa entgegenzuwirken.<sup>19</sup> Insbesondere Frankreich sah die Niederlande in einer ähnlichen Rolle. Die ablehnende Haltung gegenüber einem Wettbewerb der Rechtsordnungen findet sich in Europa – anders als in den USA – jedoch auch noch heute teilweise. Gerade in Deutschland gilt dies für die Lehrbücher zum Europäischen Gesellschaftsrecht, in dem einen Fall sehr dezidiert.<sup>20</sup>

### b) Wettbewerb der Regelgeber unmöglich?

Teils wird auch vertreten, das amerikanische Modell eines Wettbewerbs der Regelgeber sei im Europäischen Gesellschaftsrecht nicht fruchtbar zu machen (Unmöglichkeitsthese). Dies wird verschieden begründet. Teils wird argumentiert, daß kein Mitgliedstaat in Europa einen annähernd so großen Anteil seiner Einnahmen aus solch einem Wettbewerb erzielen könne wie Delaware.<sup>21</sup> Daher fehle der Anreiz für die Regelgeber (Angebot). Über-

18 Häufig zitiert etwa: KOLVENBACH, EEC 11 U.Pa.J.Int.Bus.L. 709, 711 f (1990); SCHMITTHOFF, in: Schmitthoff, The harmonization of European Company Law, 1973, S. 3, 9; WIEDEMANN, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, S. 783.

19 ABELTSHAUSER, 11 Michigan Journal of International Law 1235, 1246–1250 (1990); CONARD, 89 Michigan L. Rev. 2150, 2154 und 2161 (1991); EBKE, RabelsZ 62 (1998), 195, 207; HOUIN, RTDE 1965, 11, 16; TIMMERMANS, RabelsZ 53 (1984), 1, 12–14; WOUTERS, CMLR 37 (2000), 257, 269 f. Zu nennen ist in diesem Zusammenhang auch etwa STAUDINGER/GROSSFELD, Komm. z. BGB, 13. Bearbeitung, Internationales Gesellschaftsrecht, 1998, Rdn. 38–43, 130–136, der in der Sitztheorie und der damit beschränkten Wahlfreiheit die „Vertrauensgrundlage internationaler Liberalität“ sieht, also die Gewähr dafür, daß es nicht zu einer Schutzdumpingspirale kommt.

20 SCHWARZ, Europäisches Gesellschaftsrecht – ein Handbuch für Wissenschaft und Praxis, 2000, S. 20 f: ähnlich unter den Wirtschaftsrechtlern, auch den jüngeren: BLAUROCK, ZEuP 1998, 460, 463; DREHER, JZ 1999, 105, 108–110; HABERSACK, Europäisches Gesellschaftsrecht – Einführung für Studium und Praxis, 1999, S. 10 f. Auch für LUTTER, Europäisches Unternehmensrecht – Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung, 4. Aufl., 1996 ist ein Wettbewerb der Regelgeber jedenfalls nicht tragender Teil des Gesamtkonzepts.

21 CHARNY, 32 Harv. Int. L. J. 423, 447 (1991); MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 564 f. Registrierungsgebühren dürften nach EG-Recht ohnehin allenfalls die Kosten decken. Auch die U.S.-amerikanische Literatur betont immer wieder mehr den Aspekt Wettbewerb zwischen Regelgebern als die Wahlfreiheit der Normunterworfenen: etwa GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 271; dazu unten II. 1. a) bb).

wiegend wird vor allem die andere Marktseite gesehen und betont, daß die Gesellschaften in Europa noch keine wirkliche Wahlmöglichkeiten haben,<sup>22</sup> zumindest nicht in den Staaten, die der Sitztheorie folgen.<sup>23</sup> Außerdem sei die Wahl ungleich schwieriger weil komplexer: In den USA sei die Orientierung von Kapitalgesellschaftsrecht am „shareholder value“ unbestritten. Dieser trete daher als Wettbewerbsparameter klar hervor und damit auch als Maßstab für die beste Lösung. Gleiches gelte jedoch im Europäischen Gesellschaftsrecht nicht: Hier werden auch andere Betroffene (sogenannte stakeholders) geschützt, vor allem Gläubiger und Arbeitnehmer. Der Wettbewerbsparameter verliere seine Eindeutigkeit und werde zu diffus.<sup>24</sup>

### c) Weitere Faktoren

Hinzu kommen weitere Faktoren, die eine ähnlich klare Positionsbeschreibung wie im Falle von *Romano* (und vieler anderer) und auch von *Bebchuk* unmöglich machen.

Ein erster Grund besteht darin, daß die Verfechter eines Wettbewerbs der Regelgeber in Europa tendenziell eher Ökonomen sind.<sup>25</sup> Daher sind viele Beiträge, und gerade auch die überzeugendsten, die sich für solch einen Wettbewerb aussprechen oder Vor- und Nachteile zentralisierter Regelsetzung abwägen, allgemein gehalten. Sie unterscheiden nicht zwischen Rechtsgebiete-

22 HABERSACK, aaO (Fn. 20), S. 10 f; MERKT, *RabelsZ* 59 (1995), 545, 560–564; REHER, aaO (Fn. 6), S. 136; ROMANO, aaO (Fn. 5), S. 369; DIES., *The Genius of American Corporate Law*, 1993, S. 118–140. Ein anderer wichtiger Normunterwerfener („Kunde“ von Gesetzgebern) wird meist übergangen, der Anleger bei seiner Anlageentscheidung; vgl. II. 1. b) und III.

23 Dies sind heute – unter Zuordnung auch von Mischfällen – neun der fünfzehn: MERKT, *RabelsZ* 59 (1995), 545, 560; WOUTERS, *CMLR* 37 (2000), 257, 284. Auch Mitgliedstaaten, die grundsätzlich der Gründungstheorie folgen, kennen für manche Fragen, etwa die Mindestkapitalausstattung bei Errichtung von Zweigstellen in ihrem Territorium, eine zwingende Anknüpfung – so Dänemark im Fall *Centros*. Hinzu kommen Gesetze, die den sogenannten pseudo-foreign corporation statutes in den USA (vgl. Nachw. unten Fn. 61) vergleichbar sind. Ein niederländisches Beispiel hierfür ist (auf Vorlage des Amtsgerichts Groningen) in Bälde vom EuGH zu beurteilen.

24 MERKT, *RabelsZ* 59 (1995), 545, 554–560; ROMANO, in: Bratton/McCahery/Picciotto/Scott, *International Regulatory Competition and Coordination – perspectives on economic regulation in Europe and the United States*, 1996, S. 127, 140; vgl. zudem GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 274; dagegen BEHRENS, FS Mestmäcker, S. 831, 839 f.

25 Vgl. alle unten Fn. 69 für Europa Genannten; ebenso fällt natürlich der U.S.-amerikanische Blick auf Europa aus, sehr früh schon: CHARNY, 32 *Harv. Int. L. J.* 423, 435–455 (1991).



ten und Einzelfragen. Solch ein Ansatz ist jedoch kaum geeignet, die Unmöglichkeitsthese überzeugend in Frage zu stellen. Vielleicht noch wichtiger: Wie in Produktmärkten, gleicht kein Segment dem anderen. Wettbewerb ist verschieden intensiv, teils sogar verschieden wichtig.

Ein zweiter Grund liegt darin, daß Rechtswissenschaftler oft eher „pragmatisch“ vorgehen – ein Ansatz, der etwa beim Gesetzgebungsprogramm der EG-Kommission umgekehrt häufig kritisiert wird. Nur ausnahmsweise findet sich ein klares konzeptionelles Gerüst für die Diskussion der Frage, gerade auch im Europäischen Gesellschaftsrecht.<sup>26</sup> Obwohl es Befürworter eines Wettbewerbs der Regelgeber gibt,<sup>27</sup> hat sich das Konzept noch nicht zu einem Haupt- oder Zentralkonzept entwickelt. Entsprechend fehlt auch das klare Postulat, die Rahmenordnung für solch einen Wettbewerb zu diskutieren und konsequent zu verbessern, d. h. ein Mehrrechtssystem zu optimieren.<sup>28</sup> Eine Feststellung, die zunehmend zu finden ist, gilt es jedoch bereits an dieser Stelle zu betonen: Harmonisierung wirkt ambivalent; sie muß einen Wettbewerb der Regelgeber nicht immer nur bremsen, sondern kann ihn teils auch überhaupt erst begründen.<sup>29</sup>

### 3. Untersuchungsgegenstand – bereichsabhängig

Zwei Hauptfragen drängen sich beim vorliegenden Diskussionsstand auf: ob im Europäischen Gesellschaftsrecht ein Wettbewerb der Regelgeber existiert und ob er existieren sollte, d. h. wünschenswert ist. Die erste Frage steht in

26 Eine Differenzierung erscheint klar und konzise sowie wichtig für das Folgende, obwohl der Autor selbst sie nicht direkt auf das Konzept des Wettbewerbs der Regelgeber bezieht: EBKE, *RabelsZ* 62 (1998), 195, 225–242; für einen Marktversagensansatz: ESTY/GERADIN, *Journal of Economic Law* (2000) 235; SUN/PELMANS, 33 *Journal of Common Market Studies* 67 (1995); WOOLCOCK, in: Bratton/McCahery/Picciotto/Scott, *International Regulatory Competition and Coordination – perspectives on economic regulation in Europe and the United States*, 1996, S. 289.

27 BUXBAUM/HOPT, *Legal harmonization and the business enterprise*, 1988, S. 8–14; KÜBLER, *Kritische Vierteljahresschrift* 1994, 79, besonders 87; sowie grundsätzlich HOPT, *ZHR* 161 (1997), 368, 381–384; REICH, *CMLR* 29 (1992), 861; WYMEERSCH, *FS Everling*, 1995, S. 1699, 1708.

28 Klar in diesem Sinne: KERBER, 23 *Fordham International Law Journal* S217, S228–S248 (2000); KINCAID, in: Gerken, *Competition among institutions*, 1995, S. 259; SIEBERT/KOOP, 45 *Aussenwirtschaft* 439, besonders 455 f (1990); VANBERG/KERBER, 5 *Constitutional Political Economy* 193, 212–216 (1994).

29 Vgl. hier nur GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 273; HOPT, *ZIP* 1998, 96, 99; DERS., *ZHR* 161 (1997), 368, 381–384; SUN/PELMANS, 33 *Journal of Common Market Studies* 67, 88 (1995); WOOLCOCK, aaO (Fn. 17), S. 13; WOUTERS, *CMLR* 2000, 257, 283; vgl. genauer unten II. 1. b).

den USA nicht mehr im Zentrum des Interesses, die zweite auch dort noch durchaus. Dabei sollte schon im Ausgangspunkt außer Zweifel stehen, daß Wettbewerb, dessen negative Effekte reguliert werden, nicht mit Wettbewerb gleichgesetzt werden kann, bei dem dies nicht der Fall ist. Das Verdikt, Wettbewerb sei nicht wünschenswert, kann seriös erst gefällt werden, wenn dargetan ist, daß der Wettbewerb der Regelgeber negative Effekte zeitigt *und* daß deren Regulierung nicht möglich ist. Dem steht ein Wettbewerb gegenüber, in dem die Hauptspieler die relevante Information erhalten und in dem Externalitäten als ein Problem, dem zu begegnen ist, erkannt werden, d. h. Wettbewerb innerhalb einer Rahmenordnung, die dem Ziel dient, Marktversagen zurückzudrängen. Unter diesen Umständen ist es ähnlich fragwürdig, gegen einen Wettbewerb der Regelgeber zu argumentieren, wie gegen Wettbewerb in Produktmärkten generell, nur weil Märkte nicht ideal funktionieren<sup>30</sup>. Sicherlich kann Wettbewerb ohne solch eine Rahmenordnung negative Wirkungen zeitigen. Sehr selten jedoch zeitigt ein System ohne Wettbewerb bessere Resultate als eines mit Wettbewerb, in dem stets an der genannten Rahmenordnung gearbeitet wird, selbst wenn sie Marktversagen nie vollständig ausschalten kann. Die zwei Hauptfragen können daher weiter entwickelt werden: Zu fragen ist jeweils danach, wie weitgehend Wettbewerb besteht, d. h. *nach dem status quo*, *und danach, welche Maßnahmen zu ergreifen* sind, um funktionierenden Wettbewerb zu befördern.

Diese beiden Fragen werden im folgenden durchgängig gestellt. Jedoch erscheinen nicht nur die Fragen klarer, sondern auch die Antworten, wenn diese Fragen nicht wie bisher regelmäßig für „das“ Europäische Gesellschaftsrecht allgemein gestellt werden. Wettbewerbstheoretisch gleicht bekanntlich kein Markt dem anderen. Auch die beiden Fragen nach dem status quo und den zu ergreifenden Maßnahmen müssen daher für die Hauptbereiche, die diesbezüglich erhebliche Unterschiede aufweisen, getrennt gestellt werden<sup>31</sup>. Ausgewählt werden *drei Hauptbereiche*. Sie erscheinen besonders wichtig in dem Sinne, daß von ihnen die Mobilität von Anlagen und/oder der Gesellschaft als umfassender Organisation in besonderem Maße abhängt, und daß sie zudem noch potentiell andere Gebiete beeinflussen. Ein Wettbewerb der Regelgeber ist tendenziell einfacher strukturiert im Europäischen (Schuld-) Vertragsrecht. Ein wichtiger Teil des Gesellschaftsrechts ist in der Struktur vergleichbar, der Wertpapierhandel (Kapitalmärkte<sup>32</sup>). Hingegen erscheint ein Wettbewerb der Regelgeber noch immer schwierig bei grundlegenden Umstrukturierungsmaßnahmen, zu denen (grenzüberschreitende) Sitzverlegun-

30 Näher unter II.

31 Unter III., IV. und V.

32 Vgl. unten III.

gen oder Fusionen zählen; etwas einfacher sind Übernahmen<sup>33</sup>. Der Fall Centros von 1999 liegt zwischen beiden. Er betrifft vor allem die Gründungsphase und inspiriert im wesentlichen die neue Diskussion über Sitz- und Gründungstheorie und damit auch über (mehr) Wettbewerb der Regelgeber<sup>34</sup>. Diese drei Situationen gehören zu den, ja sie bilden wohl die Basis-sachverhalte.

Schon im Vergleich *zwischen diesen drei Hauptbereichen stellen sich die beiden Hauptfragen ganz unterschiedlich*. Dies ist offensichtlich bei der Frage nach der Existenz eines Wettbewerbs der Regelgeber. Daß Autoren ihn für das Europäische Gesellschaftsrecht verneinen konnten, lag allein daran, daß sie die Finanzierung der Gesellschaft als eine Kernmaterie unberücksichtigt ließen, d. h. die Transaktionen auf Kapitalmärkten. Sie diskutierten nicht, ob nicht auch in Europa die Anleger die Wahlmöglichkeit haben, selbst wenn sie den Gesellschaften fehlen mag. Denn mit dieser Wahlmöglichkeit ist auch eine Wahl (und damit Wettbewerb) in der Frage eröffnet, welche Pakete von (Anteilseigner-)Rechten und -Pflichten erworben werden. Solche Pakete, ausgestaltet nach erheblich divergierenden nationalen Rechten, werden nämlich frei im Europäischen Kapitalmarkt gehandelt. Jedoch auch hinsichtlich der Wahlmöglichkeiten von Gesellschaften änderte sich die Lage mit Centros, vielleicht sogar recht allgemein. Für die Frage nach der Existenz von Wettbewerb ist demnach besonders offensichtlich, daß sie bereichsbezogen zu stellen ist. Gleiches ist jedoch auch für die zweite Frage angezeigt. Denn die Frage nach der Wünschbarkeit von Wettbewerb und nach den zu ergreifenden Maßnahmen hängt zentral etwa von den Formen des Marktversagens ab. Und diese divergieren von Bereich zu Bereich.

## *II. Voraussetzungen und Wert eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber im Europäischen Gesellschaftsrecht*

### *1. Voraussetzungen eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber*

In der Wettbewerbstheorie werden die Voraussetzungen für funktionierenden Wettbewerb, hier solchem zwischen Regelgebern, auf die Kurzformel „Freiheit zu informierter Entscheidung“ gebracht. Entscheidungsfreiheit ist reduziert oder fehlt praktisch, wenn die andere Marktseite, hier der Regelgeber, ein Monopol oder de facto ein solches hat oder jedenfalls eine beherr-

<sup>33</sup> Vgl. unten V.

<sup>34</sup> Vgl. unten IV.

schende, d. h. viel stärkere Stellung als andere Regelgeber<sup>35</sup>. Wie in der Wettbewerbstheorie kann diese Situation auch dadurch entstehen, daß ein nationaler Regelgeber Anleger oder Gesellschaften „einsperren“ kann (lock in). Harmonisierung ist ein anderer Fall, in dem oft, jedoch nicht immer, Wahlmöglichkeiten beschränkt werden<sup>36</sup>. Außerdem muß, wenn denn Wahlmöglichkeit besteht, die Entscheidung informiert getroffen werden können, d. h. die relevante Information muß in einer Art zugänglich sein, die es erlaubt, sie zu erwerben und zu verarbeiten<sup>37</sup>. Neben die Frage nach Wahlmöglichkeit und Information tritt diejenige, in welchen Fällen Märkte trotz Vorliegens dieser Funktionsvoraussetzungen noch versagen<sup>38</sup>.

#### *a) Mobilität und Wahlmöglichkeit*

Wahlfreiheit hat im Wettbewerb der Regelgeber zwei Seiten, ebenso wie sonst im Wettbewerb.

aa) *Auf der Nachfragerseite* – Gesellschaften und Anleger – geht es beim Wettbewerb der Regelgeber weitgehend um Mobilität. Mittelbare und unmittelbare Wahlfreiheit werden unterschieden: Im ersten Fall kann eine Gesellschaft ein Recht nur wählen, indem sie bestimmte Voraussetzungen erfüllt, etwa den effektiven Verwaltungssitz in dem Staat einrichtet, dessen Recht sie angewandt sehen will. Im zweiten Fall kann die Gesellschaft das Recht frei wählen, durch bloße Erklärung (und Registrierung).<sup>39</sup> Die Einschränkungen der Wahlmöglichkeit sind umso belastender, je kostenintensiver es ist, das oder die Voraussetzungen einer mittelbaren Wahl zu erfüllen. Informationskosten fallen in beiden Fällen an.

Es gibt Fallgruppen, in denen nur einer der Hauptspieler auf der Nachfragerseite unmittelbare Wahlfreiheit genießt. Dies ist etwa der Fall, wenn der Produktanbieter den Standard seines Heimatlandes erfüllen muß und keinen anderen Standard wählen darf (Herkunftslandprinzip).<sup>40</sup> In dieser Situation

<sup>35</sup> Vgl. unten a).

<sup>36</sup> Vgl. unten b).

<sup>37</sup> Vgl. unten c).

<sup>38</sup> Vgl. unten d).

<sup>39</sup> KERBER, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Schuldvertragsrecht, 2000, S. 67, 75–81; häufig wird genereller nur von der indirekten Wahlmöglichkeit ausgegangen, etwa GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 274.

<sup>40</sup> Der exakte Inhalt des Herkunftslandprinzips ist umstritten, insbesondere ob das Unternehmen den Herkunftslandstandard erfüllen muß oder zwischen ihm und dem Gastlandstandard wählen kann: vgl. monographisch DRASCH, Das Herkunftsland-

kann auf der anderen Seite der Verbraucher oder Anleger ganz verschiedene Produkte wählen, die nach sehr unterschiedlichen Standards hergestellt wurden. Jedoch ist auch seine Freiheit reflexartig mit beschränkt: Sein bevorzugter Produzent und sein bevorzugter Produktionsstandard können nicht (durch den Produzenten) frei kombiniert werden.

bb) Selbst für den Fall unmittelbarer Wahlfreiheit wird bezweifelt, ob die Effekte, die Wettbewerb sonst zeitigt, *auf der Angebotsseite* – bei den Regelgebern – eintreten können. Einige Fragen bedürfen näherer Betrachtung.

Die erste betrifft die notwendigen Anreize. In der Tat würde in Europa selbst die freie Wahlmöglichkeit im Gesellschaftsrecht für keinen Mitgliedstaat auch nur annähernd ein Abgabenaufkommen von 25 % eröffnen. In der Tat ist auch nicht absehbar, daß ein Mitgliedstaat einen ähnlichen Anteil an den Registrierungen wie Delaware erreichen könnte, und würde daher die Eröffnung unmittelbarer Wahlfreiheit nicht in vergleichbarem Maß positive Netzwerkexternalitäten begründen. Umgekehrt ist es jedoch sehr zweifelhaft, ob damit bereits die notwendigen Anreize für die Regelgeber entfallen. Selbst geringe Veränderungen haben typischerweise Steuerauswirkungen, die die Kosten von Gesetzgebung weit übersteigen. Auch weniger leicht meßbare, teils immaterielle Gewinne, etwa in Prestige, sind nicht zu vernachlässigen. Vor allem jedoch zeigen empirische Befunde: Trotz des theoretisch in wichtigen Punkten zwischen Europa und den USA differierenden Szenarios war für die Gesellschaftsrechtsreformen in Deutschland, England und Frankreich – um nur die drei großen zu nehmen – das Argument der Attraktivität des Standorts (mit Standortwettbewerb) das wohl zentrale.<sup>41</sup> Schon das derzeit

prinzip im internationalen Privatrecht – Auswirkungen des europäischen Binnenmarktes auf Vertrags- und Wettbewerbsstatut, 1997; vielfach wird vorgeschlagen, daß der Anbieter das günstigere Recht wählen kann; v. HEIN, Das Günstigkeitsprinzip im Internationalen Deliktsrecht, 1999, S. 423–433; HÖPPING, Auswirkungen der Warenverkehrsfreiheit auf das IPR – unter besonderer Berücksichtigung des Internationalen Produkthaftungsrechts und des Internationalen Vertragsrechts, 1997, S. 169–178; ROTH, *RabelsZ* 55 (1991), 623, 645–662.

- 41 Für Deutschland: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 6. März 1998, BGBl. I/1998, S. 786; Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) vom 20. April 1998, BGBl. I/1998, S. 707; Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz, NaStraG) vom 18. Januar 2001, BGBl. I/2001, S. 123; CLAUSSEN, AG 1996, 481; HOMMELHOFF/MATTHEUS, AG 1998, 249; ZÄTZSCH/GRÖNING, NZG 2000, 393; für England und Frankreich: Modern Company Law – For a Competitive Economy – The Strategic Framework – A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group, 2/1999, passim; GUYON, *Rev. Soc.* 1994, 207, 209.

bestehende Maß an Wettbewerb – beruhend auf der Wahlfreiheit der Anleger in integrierten Kapitalmärkten – genügte. Eine verstärkte Wahlmöglichkeit auch der Gesellschaften würde die Anreize nur verstärken.

Eine zweite Frage betrifft die Komplexität der Pakete, die Gesellschaftsrechte in Europa offerieren. Diejenigen in den Mitgliedstaaten scheinen komplexer als diejenigen in den USA. Viele Mitgliedstaatenrechte scheinen nicht ähnlich ausschließlich dem shareholder value verpflichtet. Dieses Problem hat zwei Seiten. In der Tat mag bei mehr Komplexität der Vorteil eines Gesellschaftsrechts gegenüber einem anderen schwerer zu rechnen sein. Die Informationskosten steigen. Umgekehrt bieten komplexere Pakete – wie eine breitere Produktpalette – auch mehr Wahlmöglichkeiten. So gesehen, ist die Wahlmöglichkeit, die Möglichkeit, verschiedene Präferenzen zu befriedigen, in Europa sogar größer. Zudem bedürfte es nur eines deutlich shareholder value-orientierten Gesetzgebers in Europa, um das Angebot zu haben, das in den USA einen Wettbewerb der Regelgeber entstehen ließ. Und vielleicht bedarf sogar die These, daß kontinentaleuropäisches Gesellschaftsrecht weniger anteilseignerorientiert sei, eines Weiterdenkens. Angesprochen sind insoweit vor allem Gläubigerschutz und Mitbestimmung. Gläubiger und Arbeitnehmer sind die beiden Betroffenengruppen (stakeholders), die hier vor allem diskutiert werden. Nach Centros ist es nicht unwahrscheinlich, daß ein wählbares Recht den Gläubigerschutz regeln wird und dann der Schutz der Gläubiger (wie in den USA) weitgehend in deren eigenen Händen liegt. Und wann immer Mitbestimmung in der ökonomischen Theorie gerechtfertigt wird, dann wird argumentiert, daß sie den Unternehmenswert heben mag.<sup>42</sup> Die Verpflichtung, die das Unternehmen gegenüber der Arbeitnehmerschaft übernimmt, erscheint glaubwürdiger. Dies könnte die Arbeitnehmerschaft dazu ermutigen, eher in firmenspezifisches Humankapital zu investieren. Dies ist ein wichtiger Vorteil in komplexen, firmenspezifischen Produktionsprozessen. Diese nehmen in modernen, komplexen und immer breiter gestreuten Wirtschaften eher zu.

Die dritte Frage betrifft den Umstand, daß in einem Wettbewerb der Regelgeber *verschiedene Regelgeber* auftreten und Berücksichtigung finden müssen. Die Basistypen sind: Regelgeber mit staatlicher Autorität, d. h. Mitgliedstaaten, jedoch auch die Gemeinschaft; solche mit einer Monopol- oder beherrschenden Position, wie teils etwa Börsen; und solche, die durch intellektuelle Autorität, d. h. die Qualität ihres Regelwerks, überzeugen müssen.

<sup>42</sup> BLAIR, Firm-specific human capital and the theory of the firm, 1996, S. 45 f; SCHMIDT/GROHS, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Schuldvertragsrecht, 2000, S. 145, 164 f; auch HOPT, ZGR 2000, 779, 801 f.

Letztere finden sich zunehmend auch auf dem Kontinent, in Deutschland etwa mit den verschiedenen Corporate Governance-Prinzipienkatalogen.<sup>43</sup> Hier ist die Anreizstruktur möglicherweise besonders gut. Denn die wissenschaftliche Anerkennung – als ein typischer Anreiz – hängt sicherlich von der Konsistenz des Regelwerks und der Qualität seiner Lösungen ab. Außerdem sind Lobbyismus und Rent Seeking-Probleme wohl weniger zu erwarten.

*b) Regelung auf zentraler Ebene  
nicht notwendig Wahlmöglichkeiten beschränkend*

Grundsätzlich kann zentralisierte Regelsetzung die Wahlmöglichkeit nehmen. Dies betrifft jedoch nur die unmittelbar geregelte Frage. Je nach dem, wie diese mit anderen Fragen zusammenhängt, die die Mitgliedstaaten regeln, kann die Harmonisierung in der einen Frage auch den Wettbewerb zwischen Regelgebern für diese anderen Fragen anregen. Und diese anderen Fragen können die wirklich wichtigen sein. Zwei Situationen haben besondere Bedeutung.

aa) In der ersten Situation *räumt Harmonisierung ein Hindernis aus*, das Wahlmöglichkeiten in einer Reihe von Fragen zerstört. Ein Beispiel hierfür bildet die Sitzverlegung. Ein Hauptproblem ist, daß Gesellschaften in den meisten Mitgliedstaaten aufgelöst und abgewickelt werden müssen, wenn sie fortan nach einem anderen Recht wirken wollen. Der erste Grund hierfür ist der, daß die Instrumente für eine grenzüberschreitende Transaktion, etwa für eine grenzüberschreitende Fusion, schlicht noch fehlen.<sup>44</sup> Solch ein Instrument einzuführen – in einem Harmonisierungsakt –, hieße, für dieses Instrument selbst keinen Wettbewerb der Regelgeber zuzulassen. Ein Wettbewerb der Regelgeber für Gesellschaftsrecht generell würde jedoch solchermaßen ermöglicht, da jetzt ein neues Recht ohne Auflösung und Abwicklung gewählt werden könnte. Mit anderen Worten: Teile des Rechts zu harmonisieren, zumal die Transferinstrumente, heißt auch, die Kosten der Neuwahl zu reduzieren. Daher wird auch die Rechtfertigung dieser Art von Harmonisierung nicht angezweifelt.<sup>45</sup>

bb) Die zweite Situation ist typisch für die Harmonisierung in Europa. Harmonisierungsakte lassen meist strengeres nationales Recht zu, dann ist

43 PELTZER/v. WERDER, AG 2001, 1; SCHNEIDER/STRENGER, AG 2000, 106; für Frankreich: LAMÈTHE, *Revue internationale de droit comparé* 1999, 1075; zusammenfassend: SÜNNER, AG 2000, 492; WOLFRAM, *Corporate Governance in Deutschland*, 2000.

44 Vgl. genauer und für weitere Gründe Text unten bei Fn. 105–110.

45 Vgl. nur HOPT, (1999) 1 *International and Comparative Corporate Law Journal* 41, 52; SCHÖN, ZHR 160 (1996), 221, 244–246; WOUTERS, CMLR 2000, 257, 291 f.

Harmonisierung nur *Mindestharmonisierung*.<sup>46</sup> Sowohl hinsichtlich des überschießenden nationalen Rechts als auch beim harmonisierten Sockel bestehen wichtige Potentiale für Wahlfreiheiten.

Für das überschießende nationale Recht ergibt sich dies aus folgendem:<sup>47</sup> Mindestharmonisierung ist hier die Voraussetzung für eine größere Wahlfreiheit. Soweit nämlich nationale Rechte über den Mindeststandard hinausgehen, können sie ausländischen Anbietern grundsätzlich nicht entgegengehalten werden. Eine Berufung auf zwingende Gründe des Allgemeininteresses ist nicht mehr möglich. Soweit Harmonisierung reicht, d. h. für den harmonisierten Sockel, mag sie also die Möglichkeit eines Wettbewerbs der Regelgeber wegnehmen. Für die darüber hinausgehenden nationalen Normen verbessert Harmonisierung diese Möglichkeit jedoch. Produkte, die (im überschießenden Teil) nach anderen Rechten gestaltet sind, werden frei handelbar, ohne daß ein Gastland sich dagegen noch auf zwingende Gründe des Allgemeininteresses berufen könnte. Dies gilt insbesondere für alle Regeln zu Organisation und Gesellschafterrechten. Zu bedenken sind freilich auch die Ausnahmefälle, in denen eine Richtlinie die Regelungsbefugnis einmal allein dem Gastland einräumt, um völlige Vergleichbarkeit herzustellen. Diese Ausnahme ist für die hier behandelten Fragen durchaus bedeutsam. Denn die wichtigsten Beispiele hierfür finden sich im Kapitalmarktrecht. Gemeint sind Art. 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie und die Verbote der Insiderhandels-Richtlinie. Auf Grund der Anordnung im genannten Art. 11 selbst und in Art. 5 Insiderhandels-Richtlinie ist hier das Marktrecht allein anwendbar. Dies muß dann auch gegenüber allen Anbietern gelten. In diesem Ausnahmefall wirkt der Mechanismus der Mindestharmonisierung zwar anders, ein Wettbewerb der Regelgeber entsteht jedoch auch hier. Nunmehr ist es ein Wettbewerb zwischen Marktregulierungen, nicht Produktregulierungen. Auf der Grundlage dieses Konzepts – für den Regelfall ebenso wie für den Ausnahmefall – können Gesetzgebungskompetenzen für die

46 Vollendung des Binnenmarktes: Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat, KOM(85) 310 endg., S. 18 f, 27 et passim; dazu etwa DOUGAN, 37 CMLR (2000), 853; GRUNDMANN, Europäisches Schuldvertragsrecht – das Europäische Recht der Unternehmensgeschäfte (nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung), 1999, S. 18–37; SLOT, 21 ELR (1996), 378, besonders 384 f.

47 Im Sinne der Ausführungen im folgenden ausführlich: BLECKMANN, ZGR 1992, 364, 373; GRUNDMANN, RabelsZ 64 (2000) 457, 471–476; DERS., in: Grundmann/Bianca, Komm. z. EU-Kaufrechtsrichtlinie, 2001, Art. 8 Rdn. 12–14; MENGOZZI, Riv.dir.europ. 1994, 447, 459 f; STEINDORFF, EuZW 1990, 251, 252 f; a.A. ROTH, ZeuP 1994, 5, 31 f; DERS., in: Grundmann/Medicus/Rolland, Europäisches Kaufgewährleistungsrecht – Reform und Internationalisierung des deutschen Schuldrechts, 2000, S. 113, 123–126; SMULDERS/GLAZENER, CMLR 19 (1992) 775, 797.



gleiche Rechtsfrage effizient zwischen supranationaler und nationaler Ebene aufgeteilt werden.<sup>48</sup>

Auch hinsichtlich des vereinheitlichten Sockels sind die Wahlfreiheiten durchaus erheblich. Harmonisiert eingeführt werden häufig nur Informationsregeln. Dies beläßt den Parteien die Möglichkeit, Produkte und Konditionen selbst zu bestimmen.<sup>49</sup>

Jedenfalls im Grundsatz ist dies ein Ansatz, der einem Wettbewerb der Regelgeber sogar mehr Raum läßt als das US-amerikanische Recht, wenn es teils auf einheitliches Bundesrecht zurückgreift. Dort reguliert die S.E.C. Kapitalmarktrecht bundesrechtlich praktisch ausschließlich. In der praktischen Umsetzung optiert die S.E.C. freilich auch meist für Informationsregeln und für Regeln, die Transaktionen (nur) möglich machen, indem die entsprechenden Instrumente bereitgestellt werden.<sup>50</sup>

### *c) Information*

Die Rolle von Information im Wettbewerb der Regelgeber ist bisher deutlich weniger diskutiert. Gesellschaftsrechtsvergleichung erscheint noch immer ungleich weniger verbreitet als etwa klassische Vertragsrechtsvergleichung.<sup>51</sup> Die Kernfrage ist jedoch, welchen Preis die Nutzung der (unmittelbaren) Wahlmöglichkeit hat, d.h. ob die erwarteten Gewinne die Informationskosten übersteigen. Dies hängt in erheblichem Umfang von den erwarteten Gewinnen und daher auch vom Wert der auf der Grundlage der Information geplanten Transaktionen ab.

Unter diesem Gesichtspunkt erscheinen wenige Rechtsgebiete so geeignet für einen Wettbewerb der Regelgeber wie das Gesellschaftsrecht. Die Vorteile einer Anwendung verschiedener Rechte mögen nur unter erheblichem Kostenaufwand zu kalkulieren sein. Die Hauptspieler sind jedoch professionell tätig und die betroffenen Summen sind typischerweise sehr hoch. Dies gilt gleichermaßen für die Gesellschaften wie für die Anleger, jedenfalls die

48 Vgl. Text unten bei Fn. 63–68.

49 GRUNDMANN/KERBER/WEATHERILL, *Party Autonomy and the role of information in the Internal Market*, 2001, S. 3 (Einleitung).

50 Dennoch für einen Wettbewerb der Regelgeber auch im U.S.-amerikanischen Kapitalmarktrecht (ohne Angleichung im Mindestbestand): ROMANO, in: Hopt/Kanda/Roe/Wymeersch/Prigge, *Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*, 1998, S. 143.

51 Vgl. vergleichbare Forderungen bei EBKE, *RabelsZ* 62 (1998), 195, 241 f; WOUTERS, 37 *CMLR* (2000), 257, 307.

institutionellen und die professionellen. Und Privatanleger folgen typischerweise ohnehin den institutionellen und professionellen. In der Tat dominiert im Europäischen Gesellschaftsrecht – nicht nur im Europäischen Kapitalmarktrecht – ein Informationsansatz.<sup>52</sup>

Für die Frage, welches Regelwerk die größten Vorteile verspricht, erscheinen die großen Streitfragen der Informationsökonomie nicht einmal allzu wichtig.<sup>53</sup> Vorrangig wird einerseits diskutiert, ob Offenlegung der relevanten Information gesetzlich vorgeschrieben werden sollte oder Marktanreize insoweit genügen, und andererseits, wie auf Überproduktion von Information und wie auf zu geringe Produktion oder Aufdeckung zu reagieren ist. Im vorliegend erörterten Zusammenhang ist die Schaffung von genügend Information und auch des rechten Maßes weniger eine Frage von Regulierung oder Markt als vielmehr Aufgabe der Gesellschaftsrechtsvergleichung. Denn es geht um die vergleichende Bewertung von Gesellschaftsrechten, einschließlich der nichtstaatlichen Regeln. Die Lage ist anders als im sonst erörterten Fall nicht öffentlicher Information. Die Verarbeitung durch die Gesellschaften ist wie auch sonst die Nutzung öffentlicher Information Teil der Wettbewerbsfähigkeit der jeweiligen Gesellschaft.

#### *d) Zurückdrängen von Marktversagen*

Bei zwei Spielern erscheint die Informations- bzw. Reaktionsmöglichkeit weniger gut, bei den Minderheitsgesellschaftern und einigen Arten von Gläubigern. Dies weist teils schon über die Fragen der Information hinaus. Hier muß neben Wahlmöglichkeit und Information vor allem das Problem (sonstiger Formen) von Marktversagen und hier vor allem der Externalitäten bedacht werden. In der Tat wird dieses Problem im Gesellschaftsrecht vor allem in Hinblick auf Gläubiger diskutiert, teils auch für Minderheitsgesellschafter. Dem Gläubigerschutz dienen vor allem Regeln zur (Mindest-) Kapitalisierung, das Problem stellt sich daher bereits bei Gesellschaftsgründung und ist wohl noch primär ein Informationsproblem.<sup>54</sup> Dies ist schon anders beim Schutz von Minderheitsgesellschaftern, der besonders wichtig ist in Umstrukturierungsprozessen. Dieser ist dann zumindest teils auch ein Externalitätenproblem.<sup>55</sup>

52 GRUNDMANN, FS Lutter, 2000, S. 61; wichtig heute, wenn auch nicht spezifisch auf das Europäische Gesellschaftsrecht bezogen und primär am Kapitalmarktrecht orientiert: MERKT, Unternehmenspublizität – Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, 2001, besonders S. 132–148, 314–331.

53 Vgl. dazu nur zuletzt MERKT, aaO (Fn. 52), besonders S. 191–228.

54 Vgl. unten III. 1. b).

55 Vgl. Text unten bei Fn. 125.

2. Wert eines funktionierenden Wettbewerbs der Regelgeber –  
einige Rahmenbedingungen

a) Wettbewerb der Regelgeber verfassungsrechtlich geboten  
durch commerce clause und Subsidiaritätsprinzip

War die Wettbewerbsordnung auf Produktmärkten noch eine „Verfassungsfrage“ für die Gründungsväter und wurde sie daher auch schon 1958 im EWG-Vertrag selbst geregelt, so scheint gleiches für die nächste Stufe nicht mehr zu gelten. Institutionelle Europarechtler interessieren sich wenig für eine funktionierende Rahmenordnung für einen Wettbewerb der Regelgeber. Sie untersuchen auch kaum, ob nicht der EG-Vertrag Vorgaben macht.<sup>56</sup> Es bedurfte eines Ökonomen, um zwei Leitprinzipien des EG-Vertrages unter diesem Gesichtspunkt zu beleuchten. Das erste Leitprinzip seit den Gründertagen ist die Integrationsausrichtung der Gemeinschaft (Art. 2, Art. 3 Abs. 1 lit. c und Art. 4 EG), und Integration setzt zuvörderst die Beseitigung von Hindernissen beim Grenzübertritt voraus. Daneben ist Subsidiarität heute ein zweites Leitprinzip (Art. 5 Abs. 2 EG).<sup>57</sup> Die einfache Überlegung *Kerbers* ist, daß beide Fixpunkte nicht ohne Wettbewerb der Regelgeber zu verwirklichen sind.<sup>58</sup> Denn ohne Beseitigung aller Hindernisse beim Grenzübertritt ist die Integration zweifelsohne nicht vollständig. Umgekehrt sind ebenso zweifelsfrei Hindernisse denkbar, die ohne Harmonisierung ausgeräumt werden können, so daß das Subsidiaritätsprinzip (unterschiedliche) staatliche Regime anmahnt. Harmonisierung ist nur ein zweitrangiges Ziel. Sie ist ein Instrument für die Integration von Märkten, die selbst das erstrangige Ziel bildet. Ein Beispiel, in dem Integration im Europäischen Gesellschaftsrecht

56 Es gibt kaum Stellungnahmen seit: EHLERMANN, Integration 1995, 11 (Wettbewerb der Regelgeber nur Kehrseite fehlender Harmonisierung); ROTH, ZHR 159 (1995), 78, besonders 88 f.

57 Der EuGH überprüft die Anwendung nur in beschränktem Umfang („offensichtlicher Irrtum oder Ermessensmißbrauch“): EuGH Slg. 1996, I-5755, I-5811 (*Vereinigtes Königreich/Rat*); Anm. CALLIES, EuZW 1996, 757; SMIT/HERZOG, The Law of the European Community – a Commentary on the EEC Treaty, Loseblatt, § 3b.03 e; WOUTERS, 37 CMLR (2000), 257, 279. Dennoch zeigt dieses Fallmaterial, daß das Subsidiaritätsprinzip durchaus als justitiabel angesehen wird. Es ist sicherlich ein Leitprinzip der geltenden Europäischen Verfassungsordnung.

58 KERBER, 23 Fordham International Law Journal S217, S218–S221 (2000); ansatzweise auch GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 273; ähnlich durchaus einige Wirtschaftsrechtler, allerdings jeweils allein unter Berufung auf das Subsidiaritätsprinzip und folglich ohne Hinweis auf das Gebot, daß Grenzen zu öffnen sind: HOPT, (1999) 1 International and Comparative Corporate Law Journal 41, 50 f; JICKELI, JZ 1995, 57, 58; vgl. auch SCHÖN, ZHR 160 (1996), 221, 228 f m.w.N.; und ausführlich zum Subsidiaritätsprinzip im Gesellschaftsrecht DERS., ZGR 1995, 1.

ohne Harmonisierung oder mit einer kanalisierten Harmonisierung nur weniger Punkte erreicht werden könnte, bildet die grenzüberschreitende Sitzverlegung. Ein Hauptproblem in nahezu allen Mitgliedstaaten liegt darin, daß die Gesellschaft bei Sitzverlegung ins Ausland aufgelöst werden muß<sup>59</sup> – u. a. weil die Steuerbehörden jetzt etwa auf stille Reserven zugreifen wollen. Dieses Ziel könnte jedoch auch durch einen Staat autonom erreicht werden, indem er zu diesem Zeitpunkt die Steuerschuld berechnet und hierfür ex lege eine Sicherheit an Stücken des Gesellschaftsvermögens begründet. Ähnliche Lösungen sind denkbar für Interessen von Gläubigern und sogar von Minderheitsaktionären.

Der verfassungsrechtliche Rahmen ist folglich dem im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht vergleichbar. Commerce clause und full faith and credit clause in den USA<sup>60</sup> entsprechen den Integrationsverpflichtungen im EG-Vertrag, die internal affairs doctrine in den USA dem (genereller formulierten) Subsidiaritätsgrundsatz.

*b) Beschränkung der Europäischen „commerce clause“  
in Fällen von Marktversagen*

Der Hauptunterschied zwischen beiden Verfassungsrahmen ist in den Grenzen zu sehen, die für die amerikanische commerce clause und das Europäische Integrationsgebot gelten. Dadurch entsteht eine *grundverschiedene Rahmenordnung für den Umgang mit dem Spannungsverhältnis zwischen Markt- und Staatsversagen*: In den USA gilt die grenzüberschreitende Handelsfreiheit im wesentlichen uneingeschränkt. In Europa gilt sie hingegen nur, wenn sich der nationale Regelgeber eine handelshemmende, nicht diskriminierende Norm nicht mit zwingenden Gründen des Allgemeininteresses rechtfertigen kann. Zwingende Gründe des Allgemeininteresses werden (fast) nur gesehen, wenn er mit dieser Norm Fällen von Marktversagen entgegentritt. Einem Marktversagen in grenzüberschreitenden Fall dürfen also grundsätzlich auch die nationalen Gesetzgeber entgegentreten. In diesem Bestreben kontrolliert sie freilich wiederum der EuGH unter Heranziehung der Grundfreiheiten. Dadurch wird zugleich Staatsversagen zurückgedrängt. Im einzelnen:

59 EBKE, RabelsZ 62 (1998), 195, 208 f; ROMANO, aaO (Fn. 24), S. 127, 141; STAUDINGER/GROSSFELD, aaO (Fn. 19), Rdn. 610, 657; besonders für die Sitztheorie: BEHRENS, ZGR 1994, 1, 8.

60 Zu diesen Prinzipien in der U.S.-amerikanischen Verfassung vgl. BUTLER/RIBSTEIN, The corporation and the constitution, 1995, S. 132–138 (commerce clause); DE KLUIVER, 1 Maastricht Journal (1994) 139, 140 f; REESE/KAUFMAN, 58 Colum. L. Rev. 1118 (1958).

Zwar unterwerfen auch in den USA einige Staaten die Gründungstheorie gewissen Schranken: Sie setzen ihr Recht gegen ein abweichendes Gesellschaftsstatut (anwendbares Gesellschaftsrecht) durch, etwa für Gläubigerschutzfragen, wenn die Gesellschaft einen Großteil ihres Geschäfts in diesem Staat macht, und für Aktionärsrechte, wenn ein Großteil der Aktionäre in diesem Staat residiert.<sup>61</sup> Jedoch steht schon die Verfassungsmäßigkeit dieser sogenannten pseudo-foreign corporation acts nicht außer Zweifel<sup>62</sup> und bilden diese Gesetze die Ausnahme in den USA. Sie sind nicht charakteristisch und nicht fest im allgemeinen Gesellschaftsrecht verankert. Beschränkende Regulierung mit dem Argument zu rechtfertigen, es werde Marktversagen entgegengetreten, ist für Einzelstaaten problematisch.

Demgegenüber ist der Vorbehalt zwingender Gründe des Allgemeininteresses im Europäischen Verfassungsrecht tief verwurzelt und gerade auch im Europäischen Gesellschaftsrecht.<sup>63</sup> Danach dürfen nationale (nicht diskriminierende) Normen, selbst wenn sie grenzüberschreitende Transaktionen behindern, angewandt werden, wenn sie durch zwingende Gründe des Allgemeininteresses gerechtfertigt sind. Drei Charakteristika sind wichtig im vorliegenden Zusammenhang. Der Vorbehalt zwingender Gründe des Allgemeininteresses bezieht sich erstens vor allem auf Regeln zum Marktversagen, wobei die drei wichtigsten Formen heute in den sogenannten unausräumbaren Informationsasymmetrien, in den (negativen) Externalitäten und den Wettbewerbsbeschränkungen gesehen werden.<sup>64</sup> Unausräumbare Informationsasymmetrien sind solche, in denen die Informationsbeschaffung für eine Marktseite unmöglich ist oder zwangsläufig ungleich kostspieliger ist, negative Externalitäten resultieren aus der Auslagerung der Kosten einer Ent-

61 Vgl. KAPLAN, 21 *Vanderbilt Law Review* 433, 438 f, 460 (1968) (kritisch); LATTY, 65 *Yale L. J.* 137, 161 f (1955); SANDROCK, *RabelsZ* 42 (1978), 227 sowie Nachw. nächste Fn. Wichtig sind vor allem Kalifornien und – weniger – New York, wo jedoch die Börsenzulassungsregeln der New York Stock Exchange hinzugenommen werden müssen.

62 BUXBAUM, 75 *Cal. L. Rev.* 29 (1987); DEMOTT, 48 *Law and Contemporary Problems* 161, 183–197 (1985); EBKE, *RabelsZ* 62 (1998), 195, 215 f; SMITH, 10 *University of Dayton Law Review* 97 (1984).

63 EuGH Slg. 1979, 649, 662–664 (*Cassis de Dijon*); Slg. 1982, 2349, 2361 f (*Roberston*); Slg. 1984, 2793, 2805 f (*Kommission ./. Italien*); und speziell für das Gesellschaftsrecht EuGH Slg. 1999, I-1459, 1495 (*Centros*).

64 GRUNDMANN, *ZHR* 163 (1999), 635, 665–676. Für diese drei Arten des Marktversagens als die wirklich wichtigen vgl. FRITSCH/WEIN/EWERS, *Marktversagen und Wirtschaftspolitik*, 3. Aufl., 1999, S. 92–304 (daneben, deutlich weniger gewichtig, aaO, S. 305–346, noch Anpassungsmängel und Nichtrationalität; nicht als eigene Kategorie zu sehen sind die öffentlichen Güter); GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 272. Näher zur Erklärung dieser Formen dann in den Zusammenhängen, in denen sie für das Gesellschaftsrecht Bedeutung haben.

scheidung auf Personen, die die Entscheidung nicht treffen und auch nicht von ihr profitieren. Nationale Gesetzgeber können also grenzüberschreitende Transaktionen behindern, wenn sie damit einem Versagen von Märkten vorbeugen wollen. Der EuGH hat jedoch zweitens stets eine Verhältnismäßigkeitsprüfung i.w.S. durchgeführt. Hierbei hat er Mitgliedstaaten auch verpflichtet, bloßen Informationsregeln gegenüber inhaltlich zwingenden Regeln den Vorzug zu geben, wann immer Information so geartet ist, daß die andere Marktseite sie verstehen und danach handeln kann.<sup>65</sup> Zwingende inhaltliche Regeln im nationalen Recht, die den Parteien eine Lösung vorgeben, wurden jeweils für grundfreiheitenwidrig erklärt, soweit das Schutzziel auch durch bloße Informationsregeln erreicht werden konnte<sup>66</sup> und Marktversagen auf diese Weise zurückgedrängt werden kann. Zudem sind drittens die Gastlandregeln nicht anwendbar, wenn das angebliche Schutzinteresse grundsätzlich bereits durch die Anwendung des Herkunftslandstandards befriedigt wird.<sup>67</sup>

Aus dieser anderen Struktur der Grundfreiheiten ergibt sich ein grundverschiedenes Modell beim Umgang mit Markt- und Staatsversagen. Es steht nicht nur die Alternative offen, die *Bebchuk* vorfand: Bundesrecht erlassen oder Marktversagen tolerieren (partiell „race to the bottom“). In den USA kann diesem partiellen „race to the bottom“ nur durch Erlass von Bundesrecht entgegengetreten werden, nicht durch ein Gericht. In Europa bildet Marktversagen demgegenüber einen anerkannten zwingenden Grund des Allgemeininteresses im Rahmen der Grundfreiheitendogmatik und erlaubt gezielt Beschränkungen der Wahlmöglichkeit. Mitgliedstaaten können dann ihre Regeln zum Marktversagen auch auf grenzüberschreitende Transaktionen anwenden. Dies wird freilich wiederum neutral und unabhängig daraufhin überprüft, ob wirklich Marktversagen vorlag – ähnlich, wie es die Theorie vom Marktversagen vorschlägt. Zudem herrscht Wettbewerb der nationalen Reaktionsmechanismen insofern, als das Herkunftsland, wenn es weniger einschneidende Lösungen für das fragliche Problem bereit hält, den Vorbehalt für das Gastland ausräumt, so daß dieses die Wahlmöglichkeit

65 EuGH Slg. 1979, 649, 664 (*Cassis de Dijon*); Slg. 1982, 2349, 2361 f (*Roberston*); Slg. 1984, 2793, 2805 f (*Kommission ./. Italien*); und speziell für das Gesellschaftsrecht EuGH Slg. 1999, I-1459, 1495 (*Centros*).

66 Ausführlicher hierzu und zum Folgenden GRUNDMANN/KERBER/WEATHERILL, aaO (Fn. 49); vgl. im Grundsatz EG-KOMMISSION, Verbraucherpolitik – Zweiter dreijähriger Aktionsplan – 1993–1995 – der Binnenmarkt im Dienst der europäischen Verbraucher, KOM(93) 378 endg, S. 19: „Information ist die entscheidende Voraussetzung dafür, daß der Verbraucher sich die Vorteile des Binnenmarkts zunutze macht.“

67 EuGH Slg. 1979, 3369, 3391 f (*Denkavit*); Slg. 1982, 2349, 2361 f (*Roberston*); Slg. 1993, 2701, 2744 f (*Kommission ./. Italien*).

nicht mehr beschränken darf. In der Tat wurden die meisten Fälle in der Praxis zugunsten der Wahlfreiheit im grenzüberschreitenden Verkehr entschieden, d. h. zugunsten einer Anwendung allein des Herkunftslandstandards und nicht auch des Gastlandstandards (und des Vorbehalts zwingender Gründe des Allgemeininteresses). Die Entscheidung in Sachen Centros zeigt dies sehr plastisch: Eine Informationsregel, die verbürgt, daß der Gläubiger die Höhe des gezeichneten Kapitals erkennen kann, reduziert hinreichend das Maß möglicher Externalitäten der Haftungsbeschränkung. Daher ist eine Gastlandregel, die zwingend ein Mindestkapital vorsieht, nicht mehr durch zwingende Gründe des Allgemeininteresses gerechtfertigt. Das Europäische Modell gestattet also grundsätzlich nationale Regulierung mit dem Ziel, Marktversagen zurückzudrängen, begegnet aber zugleich mit den Anforderungen der Grundfreiheitendogmatik Ansätzen von Staatsversagen, das etwa in einer Überregulierung durch den Gaststaat liegen könnte.

*Zusammenfassend*, auch unter Rückgriff auf früher Gesagtes, kann die *Europäische Rahmenordnung zum Spannungsverhältnis* Wahlfreiheit und Marktversagen hier sowie Staatsversagen dort folgendermaßen beschrieben werden: In Bereichen fehlender Harmonisierung erklärt die Rahmenordnung Marktversagen grundsätzlich für relevant, indem sie den Mitgliedstaaten gestattet, Gegenmaßnahmen auch im grenzüberschreitenden Fall zu ergreifen. Dadurch wird vielleicht eine bundesrechtliche Lösung weniger früh auf den Plan gerufen und dann Überregulierung durch Einheitslösungen vermieden. Zugleich wird auch auf den nationalen Ebenen Staatsversagen dadurch vorgebeugt, daß die Regulierung (im Gastland) einem Verhältnismäßigkeitstest unterworfen wird und auch in Konkurrenz zur Regulierung im Heimatland gestellt wird. Erinnert werden soll sodann an die Rahmenordnung in den Bereichen, in denen Bundesrecht (Harmonisierung) besteht. Auch hier bestehen in Europa zusätzliche Mechanismen, die den Wettbewerb zwischen nationalen Regelgebern weniger weitgehend zurückdrängen.<sup>68</sup> Vielleicht ist ebendies auch notwendig in einer Gemeinschaft, in der die Mehrzahl der Staaten eher zur Überregulierung tendieren mögen als die USA.

68 Vgl. oben Text bei Fn. 47.

c) *Ökonomische Argumente zum Wettbewerb der Regelgeber  
und Folgerungen zur Kompetenzaufteilung*

Die möglichen Vor- und Nachteile zentraler und dezentraler Regelung wurden häufig erörtert.<sup>69</sup> An *einige Leitaspekte* sei erinnert. Zentralisierte Regelung ist umso eher angezeigt, je mehr externe Effekte in anderen Regelungssprengeln (etwa Mitgliedstaaten) gezeitigt werden und je mehr Informationskosten aufgrund von Vielfalt anfallen. Umgekehrt spricht umso mehr für Vielfalt durch dezentralisierte Regelung, je mehr die Präferenzen divergieren (Erhaltung von Produktvielfalt) und je schneller und stärker sich Wissen im fraglichen Bereich verändert, weil dann ein Wettbewerb der Regelgeber als „Entdeckungsverfahren“ (*Hayek*) größere Bedeutung hat, und je mehr Regelgeber Lobbyismus und Rent Seeking-Problemen ausgesetzt sind, d.h. immun gegenüber den Bedürfnissen der Gesamtheit der Normunterworfenen sind. Die Bedeutung von Informationskosten nimmt mit der Größe der Volumina ab, da die möglichen Gewinne, die Informationskosten kompensieren, entsprechend steigen. Die Informationsprobleme, mit denen sich auch Staaten konfrontiert sehen und die Entdeckungsverfahren unverzichtbar machen, sowie die Anreizprobleme, die bei Rent Seeking auftreten, sind die beiden Hauptursachen potentiellen Staatsversagens (von Public Choice-Problemen). Dies gilt auch und gerade für den Erlaß zwingenden Rechts, weil es hier den Parteien (dem Markt) versagt oder erschwert ist, alternative Regelungsmodelle zu entwickeln. Der vorliegend wichtigste Fall ist die Regulierung von Marktversagen. Das Dilemma ist also, daß Marktversagen zwar zu begegnen ist, es jedoch stets möglich ist, daß Staaten Fälle von Marktversagen zu Unrecht annehmen oder negieren bzw. suboptimale Instrumente einsetzen (Staatsversagen).

Die wichtigste Schlußfolgerung aus dem Gesagten ist, daß eine Regulierung auf zentraler Ebene nur erwogen werden sollte, wenn das Vorliegen von Marktversagen und auch das Instrument zur Bekämpfung weitgehend kon-

69 ESTY/GERADIN, *Journal of Economic Law* (2000) 235, 240 f; GATSIOS/HOLMES, aaO (Fn. 15), S. 273–275; HAUSER/HÖSLI, 46 *Aussenwirtschaft* 497 (1991); KERBER, aaO (Fn. 39), S. 67, 84–87; SIEBERT/KOOP, 45 *Aussenwirtschaft* 439 (1990); WOOLCOCK, aaO (Fn. 26), S. 289, 298 f; bahnbrechend PADOA-SCHIOPPA, *Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit – eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaft*, 1987/88 mit seiner Betonung des Instruments der gegenseitigen Anerkennung; und für die Staatsversagensüberlegungen: BRENNAN/BUCHANAN, *The power to tax – analytical foundations of a fiscal constitution*, 1980, besonders S. 168–186; auch SINN, *The taming of Leviathan*, Kiel Working Paper 433, Institut für Weltwirtschaft, bes. 10.



sentiert ist.<sup>70</sup> Fehlender Konsens deutet darauf hin, daß Entdeckung noch in besonderem Maße notwendig und daher Wettbewerb als Verfahren hierzu besonders wichtig ist. Dies gilt umso mehr, je stärker eine Norm (auf zentraler Ebene) privatautonome alternative Gestaltung zurückdrängt. Denn soweit Privatautonomie herrscht, besteht damit auch ein Entdeckungsverfahren. Wird also auf zentraler Ebene nur die Preisgabe von Information zwingend vorgeschrieben (Informationsregel), die Gestaltung dann aber wieder den Parteien überlassen, können an das Konsenserfordernis für eine Regelung auf zentraler Ebene tendenziell geringere Anforderungen gestellt werden. Wird für eine Regelung auf zentraler Ebene ein hohes Maß an Konsens zur Frage Vorliegen von Marktversagen und richtiges Instrument zu seiner Bekämpfung gefordert, so ist auf zwei Aspekte von EG-Gesetzgebung hinzuweisen. Sie helfen, diese Grundlinie zu respektieren. Dies ist zunächst das Prinzip, daß Harmonisierung nur als Mindeststandard erfolgen soll. Dies ist sodann das Mehrheitserfordernis in der EG-Gesetzgebung, nach dem typischerweise 11 oder 12 der 15 Mitgliedstaaten zustimmen müssen, je nachdem ob sich ein oder zwei der fünf großen Mitgliedstaaten mit in der Minderheit befinden (vgl. genauer Art. 205 EG). Gesetzgebungsvorhaben stehen automatisch jedes Mal auf dem Prüfstand einer rechtsvergleichenden Betrachtung und auch eines recht weitgehenden Konsensprinzips.

### *3. Präzisierung der Fragestellungen unter dem Aspekt funktionierender Wettbewerb*

Macht man das zum funktionierenden Wettbewerb der Regelgeber Gesagte für die Fragestellung in den drei ausgewählten Hauptbereichen fruchtbar, so ergibt sich: Zwei Grundfragen sind jeweils zu erörtern. Zunächst ist zu klären, ob die Voraussetzungen eines funktionierenden Wettbewerbs vorliegen. Sodann ist zu fragen, welche Maßnahmen sich empfehlen und welches die Chancen und die Grenzen eines intensivierten Wettbewerbs der Regelgeber wären. Die erste Frage bereitet auf die zweite vor. Es sind jeweils die Hauptparameter funktionierenden Wettbewerbs gesondert zu beleuchten: Wahlmöglichkeit, Information und (das Fehlen bzw. Minimieren von) Marktversagen. Gerade bei der Regulierung von Marktversagen ist immer zu bedenken, daß auch der regulierende Regelgeber versagen kann (sogenanntes Staatsversagen) und daß dem entgegengewirkt werden sollte. Ziel solcher Überlegungen muß es stets sein, die Rahmenordnung für ein Mehrrechts-

<sup>70</sup> GRUNDMANN, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Schuldvertragsrecht, 2000, S. 1, 25; KERBER, 23 Fordham International Law Journal S217, S233 (2000).

system zu entwickeln und zu verbessern, die diese Parameter in ein möglichst gutes Verhältnis zueinander bringt.

### *III. Der Markt für Gesellschaftsfinanzierung (Kapital)*

#### *1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen*

##### *a) Wahlmöglichkeit*

aa) Weitgehende Rechtswahlmöglichkeit besteht im *Vertragsrecht*, Wertpapierhandel auf Kapitalmärkten zählt hierher, wenn Vertragsrecht als alles Recht verstanden wird, das Abschluß, Inhalt und Beendigung von Verträgen und vertraglicher Transaktionen betrifft.<sup>71</sup> Die Rahmenordnung ist im wesentlichen folgende: Mit Ausnahme von Verbraucherschützenden und arbeitnehmerschützenden Normen sowie solchen zum Schutz eines Allgemeininteresses besteht für alle vertragsrechtlichen Normen Rechtswahlfreiheit (Art. 3, 5–7 EVÜ).<sup>72</sup> Außerhalb dieser Sonderbereiche, in denen die Rechtswahlfreiheit beschränkt ist, gibt es praktisch keine Harmonisierung.<sup>73</sup> Umgekehrt sind innerhalb dieser Bereiche die meisten Fragen heute harmonisiert. Dennoch besteht innerhalb dieser harmonisierten Bereiche noch erhebliche Wahlfreiheit, sowohl der strengeren nationalen Normen als auch im Mindeststandard, weil und soweit dieser überwiegend aus Informationsregeln besteht, die die Produkt- und Vertragsgestaltung selbst wiederum den Parteien überlassen.<sup>74</sup>

Diese Rahmenordnung gilt auch für den *Wertpapierhandel*. Die beiden großen Rechtsmaterien in diesem Bereich gelten dem Absatz des Produkts und der Gestaltung desselben.

71 Zu diesem Konzept und dazu, daß es im einzigen wirklich allgemeinen Rechtsakt des Europäischen Schuldvertragsrechts wurzelt, dem Europäischen Vertragsrechtsübereinkommen von 1980 (siehe hierzu die folgende Fn.), vgl. GRUNDMANN, aaO (Fn. 46), S. 15–18.

72 (Römisches) Übereinkommen 80/934/EWG vom 19. Juni 1980 über das auf vertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht, ABL.EG 1980 L 266/1 = BGBl. II/1986, S. 810 (deutsch-englisch-französisch); in Kraft getreten am 1. April 1991, ABL.EG 1991 C 52/1 und BGBl. II/1991, S. 871. Nachw. zu Materialien bei Grundmann, aaO (Fn. 46), unter 1.01 (Fundstellenverzeichnis), dort Rdn. 6 und 8 auch zur Frage, ob es sich um einen Gemeinschaftsrechtsakt handelt. Das Übereinkommen gilt inzwischen in allen Mitgliedstaaten; konsolidierte Fassung ABL.EG 1998 C 27/34. Umgesetzt ist es in Art. 3, 6, 11 I–IV, 12 I 1, 27–37 EGBGB.

73 Vgl. GRUNDMANN, NJW 2000, 14, 16 f und 19–22; DERS., aaO (Fn. 46), S. 20 f, 140–148.

74 Vgl. oben Text bei Fn. 64.

bb) Speziell für den *Absatz des Finanzprodukts* (Wertpapierhandel) ergingen wichtige Harmonisierungsmaßnahmen. Damit erscheint ein Wettbewerb der Regelgeber insoweit zurückgedrängt. Die Regeln zum Insiderhandel als besonders prominentes Harmonisierungsunterfangen betreffen nur eine klar umrissene Sondersituation. Die Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie,<sup>75</sup> die das Aufsichtsrecht ungleich ausführlicher regelt, ist auch für die Transaktionen allgemeiner im Zugriff. Art. 11 regelt praktisch alle wichtigen Rechte und Pflichten im Wertpapierhandel. In einem ersten Punkt soll die Norm vor allem verbürgen, daß Hauptvoraussetzungen für funktionierenden Wettbewerb, auch Wettbewerb der Regelgeber, vorliegen, d.h. Information und zwar gerade auch über Produkte, die unter einem fremden Recht gestaltet wurden (Information zum Finanzinstrument, jedoch auch zu den Bedürfnissen des Kunden). In einem zweiten Punkt sieht die Norm vor, daß der Intermediär nicht opportunistisch handeln darf. Die Regel, daß Interessenkonflikte, wenn möglich, vermieden und andernfalls aufgedeckt werden sollten, ist weniger absolut gestaltet als ursprünglich geplant. Die Regel, daß der Intermediär im Falle konfligierender Interessen „recht und billig im bestmöglichen Interesse des Kunden“ handeln muß (sogenannte Interessenwahrungspflicht *stricto sensu* oder *duty of loyalty*), war schon vorher praktisch einhellig anerkannt. Der Harmonisierungsakt brachte demnach vor allem nur zwei Regeltypen: Informationsregeln; und Regeln, bei denen wenig Unterschiede zwischen den nationalen Rechten zu erwarten waren und für die es recht einhellig anerkannt war, daß und wie sie Fälle von Marktversagen regeln sollen. Dies sind die Fälle, in denen die Regelgeber ohnehin wohl nicht mit unterschiedlichen Ansätzen in Wettbewerb treten würden und in denen hierfür auch die wohl geringste Notwendigkeit besteht.

Für die strengeren nationalen Normen ist darauf hinzuweisen, daß das oben als Ausnahmefall bezeichnete Szenario zur Anwendung kommt: Über diese Regeln entscheidet das Recht des Marktes, auf dem das Instrument gerade gehandelt wird, d.h. das Gastlandrecht (Art. 11 Abs. 2 der Richtlinie).<sup>76</sup>

75 Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. EG 1993 L 141/27; Änderung: ABl. EG 1995 L 168/7. Die Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat – Aktualisierung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) vom 16. November 2000 berührt die hier besprochenen Regeln nicht.

76 Vgl. Text oben nach Fn. 47. Zu den Unterschieden, die zwischen den harmonisierten Wertpapierhandelsrechten weiterhin bestehen: TISON, in: Ferrarini/Hopt/Wymeersch, *European capital market law in the age of the Euro*, erscheint 2002; WYMEERSCH, in: Ferrarini, *European Securities Markets – the Investment Services Directive and beyond*, 1998, 3, 35 f. Mir erscheinen diese Unterschiede freilich durchweg nicht überragend wichtig.

Zudem werden sie den Zulassungsanforderungen der Börsen überlassen. Wenn die Attraktivität von Kapitalmärkten auch vom dort geltenden Recht abhängt, stehen Gesetzgeber und Börsen unter erheblichem Konkurrenzdruck. Börsen fühlen sehr direkt den Wettbewerbsvor- oder -nachteil des für sie geltenden absatzrechtlichen Handlungsrahmens. Mit Zulassungsanforderungen (im Rahmen des für sie geltenden staatlichen Rechts) können sie selbst im Wettbewerb der Regelgeber auftreten. Auf der Nachfrageseite sind die bewußt wählenden Spieler die Emittenten und die institutionellen und professionellen Anleger, vor allem wenn dasselbe Wertpapier an verschiedenen Börsen gehandelt wird. Wahlfreiheit bedeutet hier also etwas anderes als fast überall sonst im Europäischen Vertragsrecht, wo der Verbraucher (hier wäre es der Privatanleger) die Person mit den umfangreichsten Wahlmöglichkeiten ist.

cc) Anders ist das Bild bei den *Regeln zum Gesellschaftsanteil*, dem „Produkt“. Hier fehlt praktisch jede Harmonisierung (Stimmrechte, Dividenden, Minderheitsschutzrechte etc.). Nur bedingt als Ausnahme zu sehen sind die Informationsregeln im Bilanz- und Kapitalmarktrecht, denn harmonisiert sind gerade nicht die individuellen Auskunftsrechte. Auch besteht nach Art. 29 der Kapital-Richtlinie zwar ein Bezugsrecht auf harmonisierter Basis. Erfasst ist jedoch überhaupt nur für die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen, zudem ist sein Ausschluß nach Gemeinschaftsrecht nur an formale, nicht an inhaltliche Kautelen gebunden.<sup>77</sup> Hiermit sind angesichts der weitgehenden Uniformität in den Regeln zum Absatz, die einen offenen und einfachen Zugang zu allen Kapitalmärkten in der Union eröffnen, die Voraussetzungen für einen Wettbewerb der Regelgeber im Grundsatz durchaus erfüllt. Anleger können frei zwischen Anteilen (Produkten) wählen, die nach verschiedenen und divergierenden nationalen Rechten ausgestaltet sind.<sup>78</sup> Anders als für die weiter unten<sup>79</sup> behandelten Fragen gilt dies praktisch uneingeschränkt auch für das Verhältnis von Mitgliedstaaten zu Drittstaaten, namentlich zu den USA. Der für den hier erörterten Bereich beschriebene Wettbewerb der Regelgeber ist also aus Sicht eines Mitgliedstaates ein globaler.

77 EuGH Slg. 1996, I-6017, 6034–6036 (*Siemens/Nold*), im zweiten Teil implizit, vgl. Generalanwalt TESAURO, aaO, S. 6020.

78 Seit langem weist vor allem Kübler auf den Druck zum Überdenken gesellschaftsrechtlicher Regulierung hin, der von (internationalen) Kapitalmärkten ausgeht, etwa: KÜBLER, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, 1989, insbesondere S. 15, 59–65; DERS., in: Baums/Buxbaum/Hopt, *Institutional investors and corporate governance*, 1994, S. 565, insbesondere S. 571–574; fortentwickelt durch ESCHER-WEINGART, *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht – eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes*, 2001.

79 Unter IV. und V.

Ein wichtiges Problem bleibt, es gleicht der Praxis des Bündelns im Wettbewerbsrecht. Wichtig für den Anteil ist neben dem anwendbaren Recht die Person des Emittenten. Herkömmlich bestand unter der Sitztheorie ohnehin keine Wahlfreiheit, die es erlaubt hätte, Emittenten und anwendbares Recht frei zu kombinieren. So konnte etwa ein erfolgreicher Emittent in einem Land mit starker Infrastruktur nicht einen Anteil nach einem Recht offerieren, das er als das effizienteste ansah. Selbst wenn die Entscheidung in Sachen Centros als eine Einschränkung der Sitztheorie verstanden wird, erlaubt sie doch jedenfalls eine Berufung des Sitzstaates auf zwingende Gründe des Allgemeininteresses. Und daher ist die Wahlfreiheit für eine bereits bestehende Gesellschaft, das anwendbare Recht zu wählen, wohl äußerst beschränkt. Denn sicherlich würde der Widerspruch einer Minderheit, den der Sitzstaat beispielsweise bei 5 % des Kapitals oder der Stimmrechte festlegt, als zwingender Grund des Allgemeininteresses qualifiziert werden, der es diesem Staat erlaubt, eine Änderung des Gesellschaftsstatuts zu untersagen.

Dieser Mechanismus erfährt eine wichtige Modifikation, wenn der rechtliche Gehalt des Anteils durch eine Börsenzulassungsbedingung beeinflusst wird, etwa im Bereich corporate governance. Insoweit können die Regeln vom Sitz des Emittenten abgekoppelt werden, weil das Recht des Börsenplatzes (Marktrecht) Anwendung findet.<sup>80</sup>

### *b) Information*

Von den wichtigsten Spielern kann erwartet werden, daß sie sich Information zu den Rechten, die Anteile vermitteln, und auch zu den Normen zum Absatz beschaffen und diese verarbeiten können. Dies gilt für die institutionellen Anleger, die zudem häufig spezielle Absprachen mit den Emittenten haben, die das Standardpaket an Mitgliedschaftsrechten ergänzen. Dies gilt ebenfalls für Gesellschaften hinsichtlich Börsenzulassungsbedingungen. Die wichtigsten Spieler handeln professionell und die betroffenen Summen sind hoch. Es sollte typischerweise möglich sein, Informationskosten zu divergierenden Rechten zu amortisieren.

Anders ist dies bei privater Anlage. Regelmäßig ist es unmöglich oder zu teuer, die für das Investment relevante Information in ihrer ganzen Komplexität zu verarbeiten (Rechnungslegung, Wirtschaftsnachrichten etc.). Hier

<sup>80</sup> Unstreitig, vgl. etwa nur RGZ 12, 34 (a fortiori); GRUNDMANN, *RabelsZ* 54 (1990), 283, 290; REHBINDER, FS Kronstein, 1967, S. 203, 218 f; LIMMER, in: Reithmann/Martiny, *Internationales Vertragsrecht*, 5. Aufl., 1996, Rdn. 472.

haben Informationsintermediäre eine wichtige Funktion, indem sie komplexe Information in einfache wandeln, reduziert auf das Wesentliche.<sup>81</sup> Jedoch werden Informationen über das anwendbare Recht regelmäßig noch immer zu komplex sein und zu wenig relevant, als daß diese Informationen zu den auch in diesem Kontext wesentlichen zählten. Anders könnte das sein, wenn ein Recht gerade für Privatanleger und eventuelle Minderheitsaktionäre ungewöhnliche Risiken birgt. *Bebchuk's* Analyse ist eine andere.<sup>82</sup> Freilich sind seine Beispiele möglicherweise überholt, jedenfalls für die hier erörterten Gesellschaften, deren Anteile öffentlich gehandelt werden und die in den USA wohl allein zur bundesgesetzlichen Regelung in Frage kämen. Interessenkonflikte und Corporate Governance als die wichtigsten angeschnittenen Fragen stehen allzu sehr im Blickpunkt von institutionellen Investoren und Ratingfirmen. In diesem Szenario erscheint eine Schutzoptimierungsspirale in der Tat als die wohl zutreffendere Erklärung.

### c) Marktversagen

aa) *Externalitäten* sind im hier erörterten Bereich nicht in größerem Umfang zu erwarten. Die Betroffenen – Anleger und Gesellschaften, die ihre Anteile an einer bestimmten Börse notieren lassen – sind selbst die Entscheidungsträger. Daher sind die Probleme Informationsprobleme<sup>83</sup>. Außenstehende, etwa Gläubiger, tragen nicht die Folgen der Anlageentscheidung oder der Wahl der Börsennotierung oder doch nur in einem Umfang, den jedes Gesellschaftsrecht zuläßt: Unternehmerische Entscheidung kann stets negative Effekte für die Gesellschaft zeitigen und damit auch letztlich für ihre Fähigkeit, ihre Verpflichtungen gegenüber Gläubigern zu erfüllen.

bb) Umgekehrt ist das Risiko, daß *Wettbewerb – auch solcher zwischen Regelgebern – beschränkt wird*, erheblich. Dies gilt vor allem bei einer bestimmten Interpretation von Art. 11 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie. Diese Interpretation führt zur wohl gewichtigsten Wettbewerbsverzerrung, die die Absatzregeln hervorrufen können. Zunächst scheint davon nur

81 GRUNDMANN/KERBER, in: Grundmann/Kerber/Weatherill, Party Autonomy and the role of information in the Internal Market, 2001, S. 264, 267–271 und 291 f; GRUNDMANN, in: Ebenroth/Boujong/Joost, Handelsgesetzbuch, 2001, Bankrecht Rdn. VI 31; HEINZE, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999, S. 376–386.

82 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1486–1494 (1992). *Bebchuk* behandelt die Probleme, die im Folgenden diskutiert werden – jeweils vor allem opportunistisches Verhalten –, als Externalitäten. Im Folgenden wird opportunistisches Verhalten, wie in der Ökonomie üblich, als Informationsproblem behandelt.

83 Vgl. oben b).

der Wettbewerb zwischen Intermediären und unabhängigen Finanzberatern berührt. Indirekt beeinflusst dies jedoch auch den Wettbewerb zwischen Regelgebern. Unabhängige Finanzberater würden den Wettbewerb zwischen Emittenten, die nach verschiedenen Rechten agieren, stärker fördern als dies Intermediäre tun. Denn Intermediäre haben – jedenfalls in einem Universalbanksystem – starke finanzielle Bindungen und Interessen mit und in den Emittenten, deren Produkte sie vertreiben. In Deutschland scheinen sie 50–75 % ihres Empfehlungs- bzw. Vermittlungsvolumens in Produkte zu lenken, zu denen solche finanziellen Bindungen bestehen,<sup>84</sup> und dies betrifft weit überwiegend Emittenten, die in demselben Land und unter demselben Recht agieren. Unabhängige Finanzberater hätten keine solchen Bindungen, von ihnen wäre eher eine freie Wahl zwischen Emittenten zu erwarten, auch in der Frage, ob diese nach demselben Recht agieren. Das Problem im genannten Art. 11, der in Spiegelstrichen 4 und 5 Aufklärungspflichten statuiert, ist folgendes: Wird, wie vielfach, die Regel als zwingend verstanden, so muß der Kunde die Aufklärung und Beratung durch den Intermediär, der die Transaktion tätigt, entgegennehmen (und dafür bezahlen). Denn die Transaktion tätigen können allein Intermediäre, nicht unabhängige Finanzberater. Dies wiederum gibt dem Kunden keinen Anreiz, eher unabhängige Finanzberater zu konsultieren, da er dann zweifach zahlen muß.<sup>85</sup> Die bereits bestehende herrschende Stellung der Universalbanken als vorrangige Anbieter von Wertpapierdienstleistungen wird dadurch geradezu immunisiert gegen Wettbewerb seitens der unabhängigen Finanzberater. Über die finanziellen Bindungen zu Emittenten wird diese Position prolongiert in eine ähnlich beherrschende Stellung von Produkten, zu denen die Universalbanken solche Bindungen haben, d.h. überwiegend Produkten, die demselben Recht unterliegen. Die Situation scheint freilich grundsätzlich anders in der zweiten Investmentform für Kleinanleger, bei der Anlage durch Investmentfonds.

## *2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen*

### *a) Zusätzliche EG-Gesetzgebung?*

Die angezeigten Maßnahmen bleiben innerhalb des bestehenden Rahmens. Dies gilt zunächst für zusätzliche Gesetzgebung auf Gemeinschaftsebene. Die Instrumente, die grenzüberschreitende Transaktionen ermöglichen und

<sup>84</sup> STIFTUNG WARENTTEST, Finanztest 12/1997, S. 13 f.

<sup>85</sup> Näher zu diesem Argument: GRUNDMANN/KERBER, aaO (Fn. 81), S. 264, 296–298.

erleichtern, existieren. Daher kann zusätzliche Harmonisierung allenfalls für die Informationsregeln angezeigt sein. Unstreitig sind die Rechnungslegungsregeln nach der 4., 7, und 8. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie reformbedürftig.<sup>86</sup> Der Grundsatz vom „true and fair view“ ist noch nicht überzeugend implementiert; und der Wert von Information, in einer Informationsgesellschaft zunehmend der wichtigste Wert in vielen Branchen, ist bilanzmäßig häufig nicht adäquat erfaßt. Der Informationsfluß wird also in bestimmten Bereichen belebt werden müssen.

*b) Abschmelzung von EG-Gesetzgebung?*

Für manche Fragen mögen auch zu weitgehend zwingende Informationsregeln bestehen. Jedoch auch die Petita für weniger Gesetzgebung auf Gemeinschaftsebene bleiben im bestehenden Rahmen – vielleicht mit Ausnahme der Öffnung für Internationale Rechnungslegungsstandards (vor allem IAS).<sup>87</sup>

Mögliche Nachteile von Harmonisierung sind typischerweise weniger einschneidend, wenn es sich um bloße Informationsregeln und nicht um zwingende inhaltliche Regeln handelt. Und die Absatzregeln auf Gemeinschaftsniveau schreiben ansonsten überwiegend Lösungen fest, die weithin anerkannte Formen von Marktversagen betreffen und in den Mitgliedstaaten schon weitgehend anerkannt waren (außer diejenigen zum Insiderhandel). Nur die „know your customer“-Regel geht weiter, für sie ist jedoch recht allgemein anerkannt, daß sie die Informationseffizienz erheblich steigert.

Beim Produkt, d. h. beim Bündel von Rechten, das Anteile verkörpern, fehlt Harmonisierung weitgehend. Nationale Gesetzgeber und Börsen geben die Regeln in diesem Gebiet vor, letztere durch Börsenzulassungsbedingungen, etwa zu Fragen der corporate governance. Die große Chance eines Wettbewerbs der Regelgeber scheint darin zu liegen, daß in der nationalen Gesetzgebung die „Produktregeln“ intensiver überprüft werden. Attraktivität für internationale Investoren ist nicht nur in Deutschland längst zu einem

<sup>86</sup> Vgl. nur Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG im Hinblick auf die im Jahresabschluß bzw. im konsolidierten Abschluß von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen zulässigen Wertansätze, KOM(2000) 80 endg.; Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament: Rechnungslegungsstrategie der EU – künftiges Vorgehen, KOM(2000) 359 endg.

<sup>87</sup> Vgl. nur KOM(2000) 359 endg. (siehe vorherige Fn.).



Hauptfaktor von Reform im Recht der großen Gesellschaften geworden.<sup>88</sup> Zunehmend wird auch § 23 AktG in Frage gestellt.<sup>89</sup> Offenbar baut sich mit einem Wettbewerb der Regelgeber auf nationaler Ebene ein Überprüfungsdruck (Regulierung ebenso wie Deregulierung) auf.

#### *IV. Gesellschaftsgründung – vor allem Kapitalaufbringung*

##### *1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen*

###### *a) Wahlmöglichkeit*

Ob erheblicher Wettbewerb der Regelgeber in der Gründungsphase eröffnet ist, hängt sehr von der Auslegung der Entscheidung in Sachen Centros ab. Wenn sie auch die Sitztheorie betrifft – was trotz Streiterledigung in einigen insoweit aussichtsreichen Verfahren recht bald entschieden sein sollte und dann voraussichtlich im positiven Sinne –,<sup>90</sup> so bedeutet dies für die Gründungsphase, daß praktisch dieselbe Wahlfreiheit herrscht wie unter der Gründungstheorie. Zwar ist der Grundansatz der Entscheidung in Sachen Centros ein anderer als bei der Gründungstheorie: Die Wahlfreiheit wird ja nur unter dem Vorbehalt eingeräumt, daß das betroffene Land entgegenstehende zwingende Gründe des Allgemeininteresses nicht dartun kann. Das Sitz- oder auch Gastlandrecht wäre demnach anwendbar, wenn es solche Gründe anführen könnte. Die Hindernisse, die Gründer, die ein fremdes Recht wählen wollen, vor allem vorfinden, zählen jedoch zu denen, die der EuGH gerade nicht als zwingend im Sinne der Grundfreiheitsdogmatik eingeordnet hat oder wohl einordnen wird. Mindestkapitalisierung ist das wichtigste, das der EuGH als nicht zwingend einstufte.<sup>91</sup> Bei solch einer Auslegung der Centros Entscheidung haben Gründer die grundsätzliche Rechtswahlfreiheit in den wichtigsten Fragen, und zwar eine unmittelbare, die nicht von sonstigen faktischen Umständen abhängt, etwa der Sitzbegründung in diesem Land.

<sup>88</sup> Nachw. oben Fn. 41.

<sup>89</sup> Grundlegend MERTENS, ZGR 1994, 426; LUTTER/WIEDEMANN, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, vor allem die Beiträge von HIRTE und HOPT; SPINDLER, AG 1998, 53, etwa 73.

<sup>90</sup> Zu dieser sehr streitigen Frage vgl. nur BEHRENS, in: Ferrarini/Hopt/Wymeersch, European capital market law in the age of the Euro, erscheint 2002; Übersicht über die ausufernde Literatur etwa bei WOUTERS, 37 CMLR (2000), 257, 286 f.

<sup>91</sup> EuGH Slg. 1999, I-1459, 1495 (Centros).

*b) Information*

Bei Gründern können genügend Expertise und die richtigen Anreize, sich über die wichtigsten Vor- und Nachteile der verschiedenen Rechte zu informieren, erwartet werden. Die Informationskosten für so grundlegende Fragen wie Kapitalaufbringung sind tendenziell eher gering. Mehr Aufwand bei der Informationsbeschaffung, der für einen Vergleich der Regeln für die ganze Struktur notwendig ist, dürfte sich typischerweise dennoch auszahlen, da die Wirkung lange anhält und breit ist. Die Lage ist hier nicht grundsätzlich anders als in den USA.

*c) Informationsprobleme und Marktversagen mit Blick auf die Gläubiger*

aa) Bei anderen Beteiligten mag die Informationslage schlechter sein. Insofern müssen nur die *Gläubiger* erörtert werden.<sup>92</sup> Sie haben in den meisten Fällen allein ein *Informationsproblem*. Nur bei unfreiwilligen Gläubigern kann die Rechtswahl *externe Effekte* im eigentlichen Sinne zeitigen.

Für Regulierung (auf zentraler Ebene) wird üblicherweise vorgebracht, daß ein Wettbewerb der Regelgeber durch die Gesellschaften (Unternehmensführung, eventuell Anleger) gesteuert werde und daß diese dazu neigten, ihre Haftung zu Lasten der Gläubiger zu begrenzen. Die von der Rechtswahl betroffenen Gläubiger könnten nicht reagieren und bedürften daher des Schutzes. Diesen Schutz könnte allein schon ein Gründungsstaat vereiteln, der die Gründung ohne Aufbringung etwa von Mindestkapital oder eine sehr liberale Gewinnausschüttungspolitik erlaubt.<sup>93</sup> Dies war bereits die Position *Euckens*, also früh in der ordoliberalen Schule.<sup>94</sup>

Das Gegenteil gilt heute in den USA. Nicht einmal *Bebchuk* führt die Gründung ohne Mindestkapital unter den wichtigen Fällen von Marktversagen auf,<sup>95</sup> obwohl die Regeln hierzu ein wichtiger Faktor im Wettbewerb der

92 Für Anleger gilt das oben bei Fn. 85 Gesagte. Für Arbeitsverträge ist das Gesellschaftsstatut irrelevant nach Art. 6 EVÜ und die Unternehmensmitbestimmung ist bei einer Gründung nicht mehr als eine Zukunftschance.

93 Darauf beruht die teils sehr harsche Kritik, vgl. nur KEGEL, Editorial EWS 8/1999; für zweiteres etwa BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1489f (1992). Nicht näher erörtert wird im folgenden das zweite Publizitätsinstrument, die Bilanzpublizität mit ihrer auch gläubigerschützenden Ausrichtung. Auch hier besteht (zumindest) Registerpublizität, so daß die herangezogenen Argumente ebenfalls oder a maiore gelten.

94 EUCKEN, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. Aufl., 1990, S. 279–285 (1. Aufl. 1952) (allerdings in der Ökonomie häufig kritisiert).

95 Vgl. BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1489f (1992), Regeln zur Gewinnverwendung werden jedoch angeführt.

Regelgeber im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht waren.<sup>96</sup> Jedenfalls in den USA scheint ein System ohne Mindestkapitalisierung, mit grundsätzlich eigener Verantwortung der Gläubiger, d.h. ein flexibleres System mit mehr Variationsmöglichkeiten, in dem Sinne zu funktionieren, daß Informationsprobleme und Externalitäten nicht als wesentliche Nachteile erfahren werden.

In der Tat können Gläubiger in den meisten Fällen wählen (*freiwillige Gläubiger*). Dann begründet beschränkte Haftung (teils kombiniert mit Mindestkapital und stets kombiniert mit der Möglichkeit von gezeichnetem Kapital) keine externen Effekte, sondern allenfalls Informationsprobleme. Einige Gläubiger haben sicherlich ein so großes Geschäftsvolumen mit der Gesellschaft, daß sich auch recht hohe Informationskosten noch rechnen. Einhellig wird daher davon ausgegangen, daß sich etwa Kreditinstitute auch unter einem Gesellschaftsstatut ohne Mindestkapitalisierung selbst schützen könnten und können. Andere Gläubiger haben ein geringeres Transaktionsvolumen mit der konkreten Gesellschaft. Dies war die Situation, die der EuGH in Sachen Centros im Blick haben mußte. Das Gericht äußerte sich nicht über zentrale oder dezentrale Regulierung.<sup>97</sup> Sehr wohl entschied es jedoch zur Schlüssigkeit dieses Instruments in einer integrierten Wirtschaft – und auch im globalen Rahmen würden die Ausführungen gelten. Das erste Argument geht dahin, daß zwingendes Mindestkapital als Gläubigerschutzinstrument bei Integration (und Globalisierung) versagt, wenn andere Staaten gleiches nicht haben. Umgekehrt würde es jedoch ein erhebliches und auch rechtsvergleichend völlig unübliches Hindernis darstellen, Mindestkapitalisierung bei ausländischen Gesellschaften generell zu fordern. Daher müssen Gläubiger ohnehin lernen zu unterscheiden zwischen Gesellschaften mit Mindestkapital und ausländischen, die potentiell kein Mindestkapital haben. In einer zweiten Argumentationslinie geht das Gericht sogar noch weiter: Daß die Transaktion Grenzen überschreitet und ein Wettbewerb der Regelgeber entsteht, muß nicht zwingend erhebliche Zusatzinformationskosten verursachen. Das wichtigste rechtliche Instrument des Gläubigerschutzes bilden die Normen zum (gezeichneten) Kapital. Freiwillige Gläubiger können allein

96 BEBCHUK, 105 Harvard Law Review 1435, 1490 und 1510 (1992); MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 549 f.

97 Sehr kritisch hierzu: Modern Company Law – For a Competitive Economy – The Strategic Framework – A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group, 2/1999, S. 21–23; die Fassung 3/1998 hatte gefolgert, das englische Gesellschaftsrecht sei daher „in a worse state than at any time this century“. Auch Generalanwalt LA PERGOLA (heute Richter am EuGH) zeigte deutliche Sympathien für dezentrale Regulierung in dieser Frage in EuGH Slg. 1999, I-1459, 1479 (*Centros*).

durch Informationsregeln geschützt werden, die dann die Regelung des Inhalts selbst wieder den Parteien überlassen. Dies läßt Raum für eine Vielfalt von Lösungen. Denn eine Informierung ist unschwer möglich und mit zunehmender Integration werden Gläubiger ohnehin vermehrt lernen müssen, daß im grenzüberschreitenden Fall potentiell Abweichungen bei der Kapitalisierung möglich sind. Jede Gesellschaft muß ihre Herkunft in der Geschäftskorrespondenz (in der Firma) deutlich machen.<sup>98</sup> Liegt sie im Ausland, muß sich auch ein Gläubiger ohne Spezialisierung in Kreditsicherheitsfragen der potentiellen Unterschiede bewußt werden. Wenn dann, wie in der EG, die Informationsmechanismen zur Kapitalisierung der konkreten Gesellschaft überall grundsätzlich die gleichen sind<sup>99</sup> und die gleiche Zahl auch grundsätzlich gleichen Inhalt hat,<sup>100</sup> kann von ihm billigerweise erwartet werden, daß er sich dieses Mechanismus' auch bedient. Freilich kann der Informationsmechanismus in der EG noch verbessert werden.

Zudem greift das zweite Argument nicht für *unfreiwillige Gläubiger*, hier können zusätzliche Instrumente in Erwägung gezogen werden.<sup>101</sup>

bb) Die letzte denkbare Form von Marktversagen, eine *Beschränkung des Wettbewerbs* der Regelgeber, erscheint in Fragen der Gründungsphase als eine wohl nur theoretische Möglichkeit: Es ist nicht denkbar, wie Parteiabreden oder -verhalten andere Betroffene hindern sollten, das Recht zu

98 Art. 4 2. Spiegelstrich der 1. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie sieht vor, daß auf Briefen und Bestellscheinen stets Rechtsform und (Satzungs-)Sitz zu nennen sind.

99 In der Tat ist in ganz Europa das gezeichnete Kapital im Handelsregister zu finden. Vgl. Art. 2 Abs. 1 lit. e i.V.m. Art. 3 der 1. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie. Zur Kritik an dieser Argumentationsgrundlage des EuGH SCHÖN, FS Lutter, 2000, S. 685, 698 f.

100 Im Anwendungsbereich der 2. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie, d. h. für große Kapitalgesellschaften vom Zuschnitt der Aktiengesellschaft, wird gezeichnetes Kapital in den verschiedenen Rechtsordnungen aufgrund der standardisierenden Wirkung der Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsregeln der Richtlinie auf vergleichbare Weise berechnet. Vgl. GRUNDMANN, FS Lutter, S. 61, 72 f. Und soweit Kapitalisierungsregeln auch für die kleinen Kapitalgesellschaften gelten, etwa GmbHs, sind diese in den meisten Ländern vergleichbar zu den für die großen Kapitalgesellschaften geltenden. Vgl. BEHRENS, Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung im internationalen und europäischen Recht, 2. Aufl., 1997, Rdn. A38–A42, B34–38, F35–39 (Österreich, Belgien, Frankreich, alle BEHRENS), DK35–38 (Dänemark, CARSTEN), E37–40 (Spanien, KEIL), GR36–40 (Griechenland, DIGENOPOULOS), I38–41 (Italien, KRONKE), NI41–44 (Niederlande, GOTZEN), P41–44 (Portugal, RAU); auch WOUTERS, 37 CMLR (2000), 257, 265; CENTRALE FÜR GMBH, Die GmbH-Rechte in den EG-Staaten, 1993, S. 85 f (Frankreich, MAIER-BRIDOU), S. 170–172 (Italien, WINKLER). Soweit es an solch einer Parallelität fehlt, ist jedenfalls die Angabe, daß kein Kapital gezeichnet wurde, ebenfalls europaweit zu verstehen.

101 Für beide Bedürfnisse vgl. unten 2.

wählen, das ihnen nach dem objektiven Recht offen steht. Diese Möglichkeit muß daher nicht weiter in die Erwägungen einbezogen werden.

## 2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen

Die Wahlmöglichkeit ist recht umfassend, wenn das Centros-Urteil in der Tat im genannten Sinne zu verstehen ist. Information zu den grundlegenden Vor- und Nachteilen verschiedener Rechte ist zunehmend in Zusammenstellungen verschiedener Länderberichte zu den 15 Mitgliedstaaten zu finden.<sup>102</sup> Beim Vergleich selbst bleibt freilich noch reichlich Arbeit.

Für Anleger differiert die Situation nicht grundsätzlich von der oben<sup>103</sup> beschriebenen. Für *Gläubiger* sind zwei Fragen zusätzlich zu erörtern: Für freiwillige Gläubiger könnte die Gefahr von Externalitäten und Informationsproblemen noch weiter reduziert werden, wenn die Information über Kapitalisierung und auch Geschäftserfolg der jeweiligen Gesellschaft sehr leicht zugänglich gemacht würde. Im Zeitalter des Internet würde ein Europäisches, EDV-gestütztes Register, das die (geprüften) Eintragungen aller nationalen Register sammelt, dem Argument noch mehr Überzeugungskraft verleihen, daß Gläubiger die in dieser Frage bestehenden Informationsinstrumente nutzen lernen müssen. Die Konsultation des Registers im Inland und im fremden Mitgliedstaat würde fortan den gleichen Aufwand erfordern.<sup>104</sup>

Für unfreiwillige Gläubiger funktioniert das Informationsmodell nicht. Es ist jedoch fraglich, ob allein diese Gefahr ein System der Mindestkapitalisierung zu rechtfertigen vermag. Zwar mag es in manchen Bereichen solche Gläubiger in durchaus erheblicher Zahl geben. In vielen anderen, etwa dem gesamten Handel, ist dies demgegenüber wohl nicht der Fall. Da erscheint es erwägenswert, auf eine generelle Mindestkapitalisierung zu verzichten und nur eine

102 MAITLAND-WALKER, Guide to European Company Laws, 2. Aufl., 1997; HOHLOCH, EU-Handbuch Gesellschaftsrecht, Loseblatt, 3/1999; für die GmbH: BEHRENS, aaO (Fn. 100); vgl. auch DINE/HUGHES, EC Company Law, Loseblatt, 10/1998.

103 Unter III.

104 Vorschlag 1 zur 1. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie in den „Empfehlungen der Arbeitsgruppe zur Vereinfachung des Gesellschaftsrechts bezüglich der Vereinfachung der ersten und zweiten Gesellschaftsrechts-Richtlinie“ an die Kommission, 10/1999; grundsätzlich positiv KOM (2000) 56 endg.; DRYGALLA, AG 2001, 291, 292; KALLMEYER, AG 2001, 406, 407; LUTTER, ZGR 2000, 1, 10; NOACK, EBLR 1998, 100; auch FAZ vom 13. Juni 2001, S. 31. Ein vergleichbares Instrument existiert bereits im Europäischen Rechtsrahmen für das öffentliche Auftragswesen mit Tenders Electronic Daily (TED).

Pflichtversicherung in den Branchen einzuführen, in denen die Schadensneigung hoch ist und entsprechend viel externe Effekte gezeitigt werden. In der Tat existiert die Pflichtversicherung in solchen Branchen ja weitgehend. Bei weniger gefährlichen Aktivitäten hieße es das Kind mit dem Bade ausschütten, wollte man das Mindestkapital allein um der unfreiwilligen Gläubiger willen erhalten.

Zuletzt ist freilich auf einen Punkt hinzuweisen: Die Voraussetzungen für einen funktionierenden Wettbewerb der Regelgeber – ohne nennenswertes Marktversagen – mögen in der Gründungsphase sehr gut sein. Umgekehrt erscheinen die in Gründung befindlichen Gesellschaften noch nicht als große Spieler im Markt. Sie müssen erst wachsen. Daher *mag ihre Wahl Gesetzgeber weniger beeinflussen*. Sie mögen nicht den rechten Anreiz bilden für einen Wettbewerb der Regelgeber auf Anbieter-, d. h. Regelgeberseite. Dennoch spricht manches dafür, daß etwa das Mindestkapitalerfordernis erheblich unter Druck gerät, wenn das Centros-Urteil ausdrücklich auch auf die Sitztheorie erstreckt wird. Dies würde einen Regelungskomplex in die Diskussion bringen, der etwa in Deutschland jedenfalls für die GmbH nahezu die Hälfte des Fallrechts und der Diskussion auf sich zieht.

#### V. Sitzverlegung und Umstrukturierungen

Das Thema Wettbewerb der Regelgeber aufgrund von Sitzverlegung und Umstrukturierung ruft nach einer eigenständigen Abhandlung. Nur einige Kernprobleme können angeschnitten und einige Leitlinien der Diskussion aufgezeigt werden.

##### 1. Status quo: Wahlmöglichkeit, Information, Marktversagen

###### a) Wahlmöglichkeit

Ein Wettbewerb der Regelgeber scheint am wenigsten entwickelt im Bereich Sitzverlegung und Umstrukturierung. Hier sind nochmals verschiedene Situationen zu unterscheiden.

aa) Bei der *grenzüberschreitenden Sitzverlegung und Fusion* ergeben sich erstens steuerliche Probleme, speziell aufgrund der Besteuerung von stillen Reserven, die in vielen Fällen grenzüberschreitende Transfers praktisch ausschließt.<sup>105</sup> Diese Probleme würden auch mit einer extensiven Auslegung des

<sup>105</sup> Etwa in Deutschland § 11 oder jedenfalls § 12 KStG; HÜGEL, ZGR 1999, 71, 96–105; MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 561 f.

Centros-Urteils nicht entfallen, denn das Urteil sah Steuerinteressen ausdrücklich als durch zwingende Gründe des Allgemeininteresses gerechtfertigt an.<sup>106</sup> Zudem resultieren verdeckte Reserven aus Gewinnen, die noch nicht besteuert wurden, so daß vom Herkunftsland in der Tat nicht erwartet werden kann, daß es sein Besteuerungsinteresse hintan stellt. Es ist daher nicht leicht, gegen dieses Interesse zu argumentieren. Eine Lösung wäre wohl nur möglich, wenn dieses Interesse abgesichert werden könnte. Eine Abschlußbilanz hätte diese Reserven aufzudecken und das Herkunftsland könnte dann quotaal (und mit Zinsen) später, d. h. sobald die Reserven tatsächlich besteuert werden, am Steueraufkommen beteiligt werden.<sup>107</sup>

Bei der grenzüberschreitenden Sitzverlegung und Fusion ergibt sich zweitens das Problem, daß die zivilrechtlichen Instrumente noch fehlen. Lange erschien die Mitbestimmungsfrage unlösbar. Bei einer grenzüberschreitenden Sitzverlegung sehen die meisten Mitgliedstaaten, auch viele, die der Gründungstheorie folgen, vor, daß die abwanderungswillige Gesellschaft aufgelöst und liquidiert wird.<sup>108</sup> Und der Vorschlag einer 10. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie über internationale Fusionen wurde bisher nicht verabschiedet,<sup>109</sup> so daß die notwendige Koordination beider beteiligten Rechte fehlt. Dies ist inkonsequent insofern, als die 3. gesellschaftsrechtliche Richtlinie zu nationalen Fusionen die Mitgliedstaaten wohl vor allem deswegen verpflichtete, solch ein Instrument überhaupt einzuführen,<sup>110</sup> weil andernfalls für die internationale Fusion in manchen Ländern bereits das Instrument fehlen würde.<sup>111</sup> Eine Verabschiedung auch der Richtlinie über die internationalen Fusionen wäre nur konsequent gewesen.

106 EuGH Slg. 1999, I-1459, 1495 f. (*Centros*).

107 Dies ist die Grundidee der Richtlinie 90/434/EWG des Rates vom 23. Juli 1990 über das gemeinsame Steuersystem für Fusionen, Spaltungen, die Einbringung von Unternehmensteilen und den Austausch von Anteilen, die Gesellschaften verschiedener Mitgliedstaaten betreffen, ABl. EG 1990 L 225/1; LUTTER, aaO (Fn. 20), S. 806 f. Zur Frage, ob dies einseitig möglich ist, oben nach Fn. 59.

108 Nachw. oben Fn. 59.

109 Vorschlag einer 10. Richtlinie des Rates nach Art. 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über die grenzüberschreitende Verschmelzung von Aktiengesellschaften, ABl. EG 1985 C 23/11; LUTTER, aaO (Fn. 20), S. 257; WOUTERS, 37 CMLR (2000), 257, 262; dazu FARMERY, Bus. L. Rev. (1987) 35 f und 53; GOLDMAN, CDE 1981, 4.

110 HOMMELHOFF/RIESENHUBER, in: Grundmann, Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Schuldvertragsrecht, 2000, S. 259, 269; EDWARDS, EC Company Law, 1999, S. 93 f, 100; LUTTER, aaO (Fn. 20), S. 128 f. Dies ist nicht der gleiche Fall wie der, daß EG-Recht einen Mindestschutz nur für diejenigen Mitgliedstaaten vorschreibt, die das fragliche Instrument überhaupt einführen. Dieser zweite Ansatz ist der der 6. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie für die Spaltungen.

111 HOMMELHOFF/RIESENHUBER, aaO (Fn. 110), S. 259, 269 f.

bb) *Übernahmen* werfen diese Probleme nicht auf. Die Instrumente dafür im nationalen Recht existieren und können auch für grenzüberschreitende Transaktionen eingesetzt werden. Die Gesellschaften bewahren Rechtsperson und Sitz, so daß weder Steuerprobleme auftreten noch Probleme aus der Änderung des Gesellschaftsstatuts.

Daher gibt es grenzüberschreitende Übernahmen durchaus schon, obwohl die 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie nicht verabschiedet wurde.<sup>112</sup> Das Scheitern des Regelungsvorhabens in der vorgeschlagenen Form läßt es angezeigt erscheinen, für die Zukunft auch die Frage zu stellen, ob dies nicht auch einen Rückschlag bei der Bemühung um Marktöffnung bedeutet und welche Schlußfolgerungen hieraus zu ziehen sind. Sicherlich, auch in Ländern wie Deutschland mit einem weniger aktiven Übernahmemarkt hat diese Form der Umstrukturierung von Unternehmen(sgruppen) erhebliches Gewicht,<sup>113</sup> einschließlich grenzüberschreitenden Übernahmen, bei denen deutsche Gesellschaften Zielgesellschaften sind. Eine 13. gesellschaftsrechtliche Richtlinie könnte jedoch, wenn sie eines Tages wieder in Frage käme, möglicherweise das rechtliche Umfeld für diese grenzüberschreitenden Transaktionen noch verbessern.

Zweifel daran, daß Harmonisierung wünschenswert ist, könnten sich zunächst aus Entwicklungen in der *ökonomischen Theorie* ergeben. Übernahmen werden zwar normalerweise als ein wichtiges Instrument verstanden, die Unternehmensleitung unter Konkurrenzdruck zu setzen. Diskutiert wird dies unter dem Begriff des Marktes für Unternehmenskontrolle.<sup>114</sup> Die Frage, welche Elemente nötig sind, um diesen Markt gesamtwirtschaftlich effizient auszugestalten, ist jedoch unter ökonomischen Gesichtspunkten umstritten.<sup>115</sup> Jüngst wurde das Instrument sogar wieder ganz in Frage ge-

112 ABl.EG 1997, C 378/10 (Gemeinsamer Standpunkt 2001 C 23/1, Fassung Vermittlungsausschuß vom 6. Juni 2001, ZIP 2001, 1123); freilich abgelehnt im Parlament am 5. Juli 2001.

113 Vgl. HOPT, in: Ferrarini/Hopt/Wymeersch, European capital market law in the age of the Euro, erscheint 2002.

114 Grundlegend MANNE, 73 J.Pol.Econ. 110, besonders 114–120 (1965); sodann vor allem WINTER, Government and the Corporation, 1978, S. 16–28; EASTERBROOK/FISCHEL, 91 Yale L.J. 698, besonders 714–721 (1981/82) (speziell für Übernahmen und Pakethandel); in Deutschland etwa BEHRENS, ZGR 1975, 433, 447 f; REUL, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen – Eine juristische und ökonomische Analyse, 1991, S. 128–132; SCHMIDT, Jb.f.NPÖ 6 (1987), 180, 185 f.

115 Neben erheblichen Zweifeln aufgrund empirischer Untersuchungen (etwa im Vergleich zu Märkten, in denen Unternehmenskontrolle offensichtlich nicht wechselt[e]) und aufgrund von Kursanalysen vgl. vor allem in der Theorie: GROSSMANN/HART, 11



stellt und Wettbewerb an Produktmärkten als typischerweise ausreichend (und sogar verlässlicher) angesehen.<sup>116</sup>

Aus der Unsicherheit könnte gefolgert werden, daß der Wettbewerb der Regelgeber möglichst erhalten werden sollte. Die Richtlinie soll freilich nur Eckpunkte vereinheitlichen, vor allem zwei, bei denen sich dann ein *differenzierteres Bild* ergibt. Wichtig für die Wirkungsweise beider Regeln ist, daß in beiden Fällen grundsätzlich das Recht der Zielgesellschaft anwendbar ist.<sup>117</sup> Den ersten Eckpunkt bildet die Verpflichtung des Vorstandes der Zielgesellschaft, das Übernahmeangebot nicht zu behindern (Neutralitätspflicht; zuletzt Art. 9 Abs. 1 lit. a).<sup>118</sup> Die Verabschiedung der Richtlinie ist u. a. am Streit zu der Frage gescheitert, ob nur die Hauptversammlung oder auch der Aufsichtsrat Verteidigungsmaßnahmen sollte beschließen bzw. genehmigen können. Wenn in der Tat die Frage nach dem genauen Zuschnitt des Neutralitätsgebots auch in der ökonomischen Theorie sehr umstritten ist, ist unter dem Gesichtspunkt Wettbewerb der Regelgeber wichtig, welche der beiden Gestaltungen einem Wettbewerb als Entdeckungsverfahren stärkere Impulse gäbe. Insoweit liegt es nahe, daß, wenn allein die Hauptversammlung Verteidigungsmaßnahmen legalisieren kann, die Mitgliedstaaten für „ihre“ Gesellschaften den Anreiz hätten, die Hauptversammlungseffizienz zu stärken. Umgekehrt werden jedenfalls in den Mitgliedstaaten, in denen Aufsichtsrat und Vorstand typischerweise stark verflochten sind, erhebliche Zugangs-

Bell Journal of Economics 42 (1980) (informierte Anleger in der Zielgesellschaft müßten Gewinnmöglichkeit abschöpfen, umgekehrt entfielen ohne informierte Anleger die Prämisse des Markts für Unternehmenskontrolle); SHLEIFER/VISHNY, 2 J.Econ.Persp. 7 (1988) (Bietermotivation eher Empire Building, nicht Effizienz); *Diamond* formulierte: „who monitors the monitors?“; bezogen auf den Richtlinienvorschlag etwa: KIRCHNER, BB 2000, 105; REUL, aaO (Fn. 114), S. 213–250; bemerkenswert auch HERKENROTH, Konzernierungsprozesse im Schnittpunkt von Konzernrecht und Übernahmerecht – rechtsvergleichende Untersuchungen der Allokationseffizienz unterschiedlicher Spielregeln von Unternehmensübernahmen, 1994.

116 ALLEN/GALE, in: Vives, Corporate governance – theoretical and empirical perspectives, 2000, S. 23–84.

117 Vgl. Art. 4 Abs. 2 lit. e des Vorschlages für eine Übernahme-Richtlinie (vgl. Fn. 112); zu Art. 4 Abs. 2: V. HEIN, AG 2001, 213; allgemeiner STAUDINGER/GROSSFELD, aaO (Fn. 19), Rdn. 418–420; ZIMMER, Internationales Gesellschaftsrecht, 1996, S. 93–100; auch in den USA ist dies der Grundsatz, von dem Abweichungen verfassungsrechtlich grundsätzlich untersagt sind: vgl. Edgar v. Mite Corp., 457 U.S. 624; im Geiste folgend CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S., 69, 89.

118 Dazu jüngst BAUDISCH/GÖTZ, AG 2001, 251; BECKER, ZHR 165 (2001) 280; CLARKE, EBLR 1999, 482; HOPT, FS Lutter, 2000, S. 1361; KIRCHNER/PAINTER, Eur.Bus.Org.Law Rev. 1 (2000) 353; MAIER-REIMER, ZHR 165 (2001), 258; MERKT, ZHR 165 (2001), 224; MÜLBERT/BIRKE, WM 2001, 705.

barrieren zu Zielgesellschaften des Mitgliedstaates aufgerichtet, wenn auch der Aufsichtsrat Verteidigungsmaßnahmen beschließen kann. Die Frage, welche Lösung Marktmechanismen stärkt, muß in der anbrechenden Zeit der neuerlichen Diskussion einer Europäischen Übernahmeregulierung verstärkt in den Mittelpunkt des Interesses rücken. Den zweiten Eckpunkt bildet das obligatorische (Kauf-)Angebot an alle Gesellschafter der Zielgesellschaft (zuletzt Art. 5).<sup>119</sup> Diese Regel wurde in Deutschland bekanntlich lange weit überwiegend abgelehnt. Eine Harmonisierung erscheint zukünftig vor zwei Hürden zu stehen: Es muß eine breite Überzeugung vom ökonomischen Sinn solch einer Regel geschaffen werden; und, damit im Zusammenhang stehend, es muß dargetan werden, wie erheblich die Externalitäten sind, die Übernahmen mangels solch einer Regel zeitigen.

Derzeit sind Übernahmen grenzüberschreitend möglich. Das Potential, solche Transaktionen zu behindern und damit die Wahlmöglichkeiten zu beschränken, ist jedoch nicht unerheblich.

#### *b) Weniger Wahlmöglichkeit wegen Pfadabhängigkeit?*

Seit einigen Jahren wird auf die Pfadabhängigkeit als weiteres potentiell Hindernis für einen Wettbewerb der Regelgeber hingewiesen. Dabei werden vor allem Umstrukturierungsbeispiele angeführt. Argumentiert wird, daß, selbst wenn steuerrechtliche Hindernisse ausgeräumt wären und die Instrumente für grenzüberschreitende Fusionen und Sitzverlegungen bereitstünden, dennoch die Wahlfreiheit faktisch gering wäre. Denn die corporate governance-Struktur einer Gesellschaft sei insgesamt so sehr in eine Tradition eingebettet und diese wiederum durch viele Regeln mit geformt (etwa Mitbestimmung und Aufsichtsratssystem), daß aus dieser Struktur nicht leicht in ein anderes Recht gewechselt werden könne. Die Wahlmöglichkeit ist nach dieser Auffassung wieder beschränkt, nunmehr faktisch.<sup>120</sup> Die Beispiele, die erörtert werden, sind in der Tat typischerweise Mitbestimmung und Aufsichtsratssystem. Wohl noch wichtiger ist eine Konsequenz aus der Zulassung des Universalbanksystems (etwa in Deutschland, jedoch nicht in England). Dies ist die häufig beherrschende Stellung von Kreditinstituten,

119 Dazu zuletzt ALTMEPPEN, ZIP 2001, 1073, 1080–1083 (ablehnend); grundlegend HOPT, ZHR 161 (1997), 368, 384–390; REUL, aaO (Fn. 114), beide eher befürwortend (m.w.N.).

120 BEBCHUK/ROE, 52 Stanford Law Review 127 (1999); noch dezidiierter HEINE/KERBER, Journal of Law and Economics 2002; auch SCHWARZ, aaO (Fn. 20), S. 19.

d.h. die Gesellschafterstruktur.<sup>121</sup> Solch eine Realstruktur ist jedoch nur typisch. Sie ist keineswegs durchgängig zu finden in deutschen Gesellschaften hier oder umgekehrt in englischen dort. Gerade in Deutschland ist eine Tendenz zum Abbau beherrschender Gesellschafterstellungen durchaus wahrscheinlich.<sup>122</sup>

Daß die Realstruktur von Gesellschaften in einem Land keineswegs stets die gleiche ist, ist wichtig für den ersten Aspekt von Pfadabhängigkeit. *Beschränkt werden Wahlmöglichkeiten* zwar wohl für Gesetzgeber, d.h. für ganze Volkswirtschaften. Denn für sie mag die überwiegend zu findende Realstruktur Leitlinie sein, die zu ändern einen Eingriff an zu vielen Stellen notwendig machen kann. *Anders ist dies für die einzelnen Gesellschaften.* Sie können bereits dem Mehrheitsmodell anderer Länder näher stehen, etwa die deutsche Gesellschaft im Streubesitz. Nimmt man zunächst das Aufsichtsratssystem hier und das einstufige Board-System dort, so sind folgende Annahmen möglich:<sup>123</sup> Die Überwachungsfunktion im Leitungsorgan selbst zu verankern, mag für diese Funktion effizienter sein. Jedoch mag ein beherrschender Gesellschafter, soweit er existiert, die Aufgabe bereits erfüllen. Daher wird die Überwachungsfunktion regelmäßig auch in einem Aufsichtsratssystem, auch einem solchen mit Mitbestimmung, effizient erfüllt, wenn ein beherrschender Gesellschafter existiert. Zudem mag dieser Aufsichtsrat den Vorteil haben, daß vertrauensvoller mit der Arbeitnehmerschaft zusammengearbeitet wird (Netzwerkvorteil). In Gesellschaften mit Aufsichtsrat, die im Streubesitz stehen, müssen Aktionäre jedoch möglicherweise für die Netzwerkvorteile mit Einbußen bei der Überwachungsfunktion bezahlen. Da Streubesitz hier und beherrschende Gesellschafter dort für gewisse Volkswirtschaften typisch sind, zugleich jedoch eine einzelne Gesellschaft in jeder Volkswirtschaft nicht der verbreiteten Struktur folgen muß, hätte die

121 DAVIES, ZGR 2001, 268, 291; zu vergleichbaren Restriktionen bei Bankenbeteiligungen in den USA vgl. ROE, *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, 1994, S. 54–59. Zur Anteilseignerstruktur wichtig die Arbeiten von Becht, etwa BECHT, in: Barca/Becht, *Ownership and control – a European perspective*, 1999; BECHT/RÖELL, 43 *European Economic Review* 1049 (1999); BECHT, *Transparency of ownership and control in Germany*, 1999.

122 Ein Faktor ist die Internationalisierung der Kapitalnachfrage, ein zweiter das neue Steuerrecht, das die Veräußerung beherrschender Stellungen prämiiert: § 8b KStG, dazu etwa VÖGELE/EDELMANN, IStR 2000, 463, besonders 464.

123 Zum Folgenden DAVIES, ZGR 2001, 268, 282–293; zu den Netzwerkvorteilen (von Mitbestimmung) vgl. Nachw. in Fn. 42. Die Kontrollfunktion an sich hat sich jedoch für die großen Gesellschaften länderübergreifend durchgesetzt und ist ein interessantes Beispiel für das Zusammenwirken verschiedener Regelgeber, vor allem der staatlichen und der Börsen; dazu früh WINDBICHLER, ZGR 1985, 50, besonders 58 f.

Wahlfreiheit die bedeutende Wirkung, daß Gesellschaften ihren besten, individuellen Weg finden könnten (im Gegensatz zum nationalen). Es gäbe dann in der Tat teils Konstellationen, in denen die Wahl eines anderen Rechts auf Dauer nachteilig bliebe. Eine deutsche Gesellschaft mit beherrschendem Gesellschafter würde wohl verlieren durch einen einstufigen Board, der Mitbestimmung nahezu unmöglich macht. Umgekehrt würde jedoch eine deutsche Gesellschaft im Streubesitz, deren Geschäft sich auf eher einfache Produktionsstrukturen stützt, im englischen System möglicherweise das bessere Regelungsmodell finden. In anderen Kombinationen müßte die Gesellschaft den Saldo errechnen. Diese Überlegung legt es nahe, daß Pfadabhängigkeit zwar ein Problem für Gesetzgeber ist, weil die Rechtsordnung den typischen Fall zum Ausgangspunkt nehmen muß. Für einzelne Gesellschaften muß sie hingegen kein Problem darstellen.<sup>124</sup> Auch das Übernahmerecht bildet hierfür ein gutes Beispiel. In der Tat ist, wenn eine Gesellschaft den Wechsel ins Ausland deswegen meidet, weil sie nicht dem übernahmefreundlicheren dortigen Recht unterliegen will, die Wahlfreiheit nicht beschränkt. Vielmehr wird sie gerade genutzt.

Der zweite Aspekt der Pfadabhängigkeit hängt unmittelbar mit einem bereits angeführten Argument zusammen: Pfadabhängigkeit *steht auch für eine größere Bandbreite in den nationalen Lösungen*. Inhaltlich besteht typischerweise mehr Wahlmöglichkeit in Europa, wo Pfadabhängigkeit ein Diskussionspunkt ist, als im homogenen US-amerikanischen Gesellschaftsrecht. Wenn Mitbestimmung wirklich firmenspezifisches Investment in Humankapital ermutigt, mag ein Recht, das Mitbestimmung zumindest als Option eröffnet, für Gesellschaften die bessere Lösung bereithalten, für die komplexe, firmenspezifische Prozeduren und entsprechende Ausbildung von besonderer Bedeutung sind. Dies können englische und deutsche Gesellschaften gleichermaßen sein.

### c) Information

Die Frage, ob hinreichende Informierung zu den Wirkungen einer grenzüberschreitenden Sitzverlegung, Fusion oder Übernahme möglich ist, muß für verschiedene Betroffene verschieden beantwortet werden. Intensivere Gesellschaftsrechtsvergleichung würde diese Kosten sicherlich senken helfen. Bei den Gesellschaften können Expertise und Anreize, sich zu informieren, typischerweise am ehesten erwartet werden. Das Volumen möglicher Gewinne ist typischerweise so groß, daß sich selbst umfangreiche Informationskosten noch amortisieren.

124 Interessant die Beschreibung bei Hopt, ZGR 2000, 779, 798–809.

Die zweite Gruppe von Betroffenen sind Anleger, die dritte Gläubiger, die vierte Arbeitnehmer. Diese Gruppen haben bei der Transaktion teils nicht einmal eine (individuelle) Wahlmöglichkeit, so daß hier bereits potentiell Externalitäten zu diskutieren sind.

d) Marktversagen (Externalitäten)

Während Wettbewerbsbeschränkungen noch kein Thema sind, bevor nicht Wahlmöglichkeiten in erheblichem Umfang eröffnet sind, sollten Externalitäten schon heute diskutiert werden.

aa) Für die *Anteilseigner* regelt die 3. gesellschaftsrechtliche Richtlinie vor allem die Informationsbeschaffung und auch die Wahlmöglichkeit.<sup>125</sup> Die drei, teils vier Elemente in dieser Richtlinie und anderen Projekten zu Umstrukturierungen sind: Der Vorstand hat einen Bericht zu allen wesentlichen Vor- und Nachteilen der Transaktion zu erstellen (Information); dieser Bericht muß durch unabhängige Prüfer begutachtet werden (Verlässlichkeit der Information durch Hinzuziehung professionellen Rats);<sup>126</sup> eine qualifizierte Mehrheit der Aktionäre muß zustimmen und – in den meisten, nicht jedoch allen Projekten oder Rechtsakten – es besteht eine Austrittsmöglichkeit für jeden Aktionär.<sup>127</sup> Unter diesen Umständen erhöht sich die Gefahr von Externalitäten nicht allein dadurch, daß die Transaktion grenzüberschreitend ist. Die Schutzmechanismen erreichen das Niveau, das in den meisten nationalen Rechten auch bei rein inländischen Transaktionen allenfalls erreicht wird. Ein Vetorecht für kleinere Minderheiten bildet die absolute Ausnahme. Der Bericht zu den wesentlichen Gefahren muß auf das Recht gestützt werden, das dann zur Anwendung kommt, und ist solchermaßen vergleichbar einem bei inländischer Transaktion. Gefahren des anwendbaren Rechts müssen aufgedeckt werden.

bb) Für *Gläubiger* besteht der typische Schutzmechanismus, um externen Effekten durch Umstrukturierungsmaßnahmen – nicht nur innerstaatlichen – vorzubeugen, darin, die Gesellschaft, die ihren Status ändert (und auch die

125 Vgl. näher HOMMELHOFF/RIESENHUBER, aaO (Fn. 110), S. 259, 272–281.

126 Zu Informationsintermediären vgl. GEHRIG, Journal of Economics and Management Strategy 2 (1993) 97; GRUNDMANN/KERBER, aaO (Fn. 81), dort m.w.N. in Fn. 8; ROSE, The economics, concept, and design of information intermediaries, 1999; YAVAS, Journal of Economics and Management Strategy 5 (1996) 195.

127 Nur die 3. gesellschaftsrechtliche Richtlinie kennt solch ein individuelles Austrittsrecht nicht (vgl. jedoch Art. 28); kritisch hierzu HOMMELHOFF/RIESENHUBER, aaO (Fn. 110), S. 259, 276 f.

empfangende), zu verpflichten, Sicherheiten für die Schulden zu geben. Denn in diesen Fällen kann das Risiko der Gläubiger steigen (auch der Gläubiger der empfangenden Gesellschaft). Solchermaßen verlieren Gläubiger nicht, sondern gewinnen eher auch in einer grenzüberschreitenden Transaktion. Doch mag diese Voraussetzung die Transaktion beschwerlich werden lassen, teils auch unmöglich. Man könnte daher über Ausnahmen nachdenken, jedenfalls wenn das neu anwendbare Recht das Risiko keineswegs steigert, etwa wenn Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsregeln ebenso wie Gewinnausschüttungsregeln und die Haftung der Geschäftsleiter im Gastland strenger sind.

cc) *Mitbestimmung* und die Sorge, es möge Einbrüche vor allem beim in Deutschland verbürgten Standard geben, waren der Grund für den Stillstand bei der grenzüberschreitenden Sitzverlegung und Fusion. Daher ist es nicht nur aus Sicht der Marktversagenstheorie ökonomisch geboten, Externalitäten hier vorzubeugen. Vielmehr ist dies die politische *conditio sine qua non* für den notwendigen Integrationsschritt, d.h. um grenzüberschreitende Wahlfreiheit überhaupt einzuführen. Hier geht es bereits um die im folgenden zu erörternden Maßnahmen, die angezeigt erscheinen.

## 2. Notwendige Maßnahmen, Probleme und Chancen

Ein Rechtsakt zur grenzüberschreitenden Sitzverlegung und Fusion erscheint höchst wünschenswert, jedenfalls wenn die Steuer- und Mitbestimmungsprobleme gelöst sind. Denn solch ein Instrument fördert drei Ziele gleichermaßen: Integration, Harmonisierung von kaum angezweifelte Eckpunkten und zugleich das Entstehen eines (bisher inexistenten) Wettbewerbs für die nicht harmonisierten Fragen. Eine Liste der *petita* auf wenigen Zeilen niederschreiben, erschiene anmaßend. Immerhin liegt darin die Kernfrage der Gesellschaftsrechtsharmonisierung der letzten 20 Jahre. Dennoch erscheint ein Vorschlag für etwas neue Dynamik erwägenswert und sind zwei Kernfragen aufzuwerfen.

### a) Der EuGH als möglicher Akteur

Das Centros-Urteil betraf sicherlich nicht die Sitzverlegung und Umstrukturierungen. Es stellte jedoch einige Punkte klar, die auch in diesem Bereich zum Tragen kommen könnten. Speziell im Hinblick auf Steuerfragen könnte aus ihm neue Dynamik erwachsen. Sollte eine Steuerteilungsregel wie die oben skizzierte die legitimen Besteuerungsinteressen des Herkunftslandes absichern können, mag dies Konsequenzen haben. Hier mag sich das Cen-

tros-Urteil durchaus auswirken – nunmehr nicht nur bei der Gesellschaftsgründung, sondern auch bei -umstrukturierung. Falls die Entscheidungsgründe wirklich ernst genommen werden, kann das Konsistenzerfordernis, das das Gericht anwendet, auch dahingehend verstanden werden, daß es dem Herkunftsland aufgibt, die Steuern nicht schon bei Sitzverlegung zu erheben. Denn es könnte die Steuern ohnehin noch nicht zu einem vorgezogenen Zeitpunkt erheben, wenn die Gesellschaft ihren Sitz nicht verlegte.

Das Konsistenzerfordernis kann sehr weit reichen. Es mag gar fraglich sein, ob es nicht auch eine Regel trifft, nach der die Gesellschaft aufzulösen ist, selbst wenn alle legitimen Interessen auch ohne Auflösung geschützt werden können. Bedeutung könnte dies sogar in der Mitbestimmungsfrage jedenfalls in den Situationen haben, die sogleich noch als solche angesprochen werden, in denen Gemeinschaftsgesetzgebung als ein erster Schritt eigentlich unproblematisch sein sollte. Was dort vorgeschlagen wird, könnte sich unter dieser extensiven Auslegung des Centros-Urteils bereits aus der Niederlassungsfreiheit ergeben.

*b) Rechtliche Instrumente für grenzüberschreitende Transfers  
und Mitbestimmung*

Neben dem Steuerrecht behindern vor allem die Meinungsverschiedenheiten zur Mitbestimmung weitere Integration. Daher wäre eine Berufung auf tradierte (und akzeptierte), denn Integrationsschritten entgegenstehende Schutzinteressen nicht mehr möglich, wenn die Mitbestimmungsfrage gelöst wäre. In sie kommt seit einiger Zeit ohnehin Dynamik.

Teils wird vorgeschlagen, Mitbestimmungsinteressen zumindest in grenzüberschreitenden Sachverhalten zurückzustellen.<sup>128</sup> Jedenfalls Verhandlungslösungen stehen die neuesten Vorschläge offen gegenüber<sup>129</sup> – bis heute ohne Erfolg. Die älteren Vorschläge hatten den Mitgliedstaaten Blockademöglich-

128 Vgl. nur HEINZE, ZGR 1994, 47, 51; LUTTER, ZGR 2000, 1, 16 f; zur Frage, ob Mitbestimmung zum *ordre public* zählt: WINDBICHLER/BACHMANN, FS Bezzenger, 2000, besonders S. 797, 803–805.

129 So vor allem beim Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft (mit Ausgliederung des Problems auf einen gesonderten Rechtsakt); vgl. JAHN/HERFS-RÖTTGEN, DB 2001, 631, 634–636; SCHULZ/GEISMAR, DStR 2001, 1078, 1082. Die 14. Richtlinie über die grenzüberschreitende Sitzverlegung enthält keine Regelung, es soll jedoch das Verhandlungsmodell übernommen werden; vgl. HEINZE, ZGR 1999, 54, 63; NEYE, ZGR 1999, 13, 18.

keiten gegeben.<sup>130</sup> Eine *Übergangslösung* könnte den Prozeß neu anstoßen: In einigen wichtigen Rechten, vor allem dem (zukünftigen) englischen, dem französischen und dem niederländischen Recht bestehen verschiedene Formen von Mitbestimmung (überwiegend) als Option, die der unternehmerischen Mitbestimmung in Deutschland verwandt sind.<sup>131</sup> Daher könnte eine Sitzverlegung oder Fusion von Deutschland oder Österreich, beides Länder mit zwingend vorgeschriebener Mitbestimmung,<sup>132</sup> in eines dieser Länder in einer Richtlinie jedenfalls für die Fälle vorgesehen werden, in denen die dort gegebene Option für die Mitbestimmung genutzt wird. Ergänzt werden müßte die Lösung durch die Möglichkeit, daß die Arbeitnehmerschaft mit qualifizierter Mehrheit auf Mitbestimmung im neuen Recht verzichten kann (vgl. schon Art. 4 Abs. 2 des Vorschlags zur Struktur-Richtlinie). Denn es ist kaum zu halten, daß sich Aktionäre einer qualifizierten Mehrheit auch in grundsätzlichen Strukturfragen im Unternehmen zu beugen haben (außer bei Sonderrechten), andere Betroffene (stakeholder) hingegen nicht.

### c) Chancen

Die Voraussetzungen für einen Wettbewerb der Regelgeber erscheinen am wenigsten gut in Umstrukturierungsprozessen. Hier und nicht in Gründungsprozessen sind die größten Spieler beteiligt. Fraglich ist jedoch, was sich durch eine Verbesserung überhaupt ändern würde, wenn das Ziel, internationales Kapital anzuziehen, in der Tat jetzt schon so überragende Bedeutung hat: Immerhin wird von ihm angenommen, daß mit ihm Druck für nationale Gesetzgeber und für Börsen aufgebaut wird, die innere Struktur von Gesellschaften effizient zu regeln. Wohl würde der Wettbewerb der

130 Die 10. Richtlinie (grenzüberschreitende Fusion) sah noch vor, daß die Richtlinie nicht angewandt werden mußte, wenn dies zu Abstrichen bei der Mitbestimmung geführt hätte; FARMERY, *Bus. L. Rev.* (1987) 35, 35 f. Die 5. gesellschaftsrechtliche Richtlinie (Strukturrichtlinie) sah eine Optionsmöglichkeit für die Mitgliedstaaten vor. Vgl. zum Themenbereich etwa FIGGE, Mitbestimmung auf Unternehmensebene in Vorschlägen der Europäischen Gemeinschaften, 1992; SCHWARZ, aaO (Fn. 20), S. 459–461, 509, 513 (für die 5., 10. und auch die 14. Richtlinie).

131 Überblick BERIÉ/HOFMANN, *BABl.* 2/1992, 5, 16; NIEDENHOFF, Mitbestimmung in den Staaten der Europäischen Union, 2. Aufl., 1995; SCHWARZ, aaO (Fn. 20), S. 351–355; für dahingehende Pläne im englischen Recht: *Modern Company Law – For a Competitive Economy – The Strategic Framework – A Consultation Document from the Company Law Review Steering Group*, 2/1999, S. 45 f; für Frankreich: SONNENBERGER, *Französisches Handels- und Wirtschaftsrecht*, 2. Aufl., 1991, S. 166 f; für die Niederlande HOPT, *ZGR* 2000, 779, 802.

132 SCHWARZ, aaO (Fn. 20), S. 348–350; vgl. auch die Nachw. in Fn. 131.



Regelgeber, der in wichtigen Elementen wohl schon besteht, erheblich intensiviert (vielleicht weniger bei den Börsen). Noch wichtiger jedoch: Das Herkunftslandprinzip kann gerade im Gesellschaftsrecht, wie es derzeit praktiziert wird, als Industriepolitik verstanden werden,<sup>133</sup> eine Politik, deren ökonomische Rechtfertigung heute fast einhellig bezweifelt wird. Warum sollten Gesellschaften, wenn Steuer- und eventuelle Mitbestimmungsprobleme gelöst sind, nicht ein Regime nutzen können, das sie für ihre Bedürfnisse angemessener halten, wenn Minderheitsrechte in einem Maß abgesichert sind wie sonst in grundlegenden Umstrukturierungsmaßnahmen und wenn die Gründe angemessen aufgedeckt werden? Warum sollten sie gegenüber Wettbewerbern, die nach einem anderen Recht handeln, benachteiligt werden können? Im Gesellschaftsrecht ist mindestens so sehr wie im Schuldvertragsrecht die Auffassung zu rechtfertigen, daß auch die Behinderung eines Hinausoptierens aus dem Herkunftslandstandard integrations- und wettbewerbsschädlich ist und nicht immer durch zwingende Gründe des Allgemeininteresses und die Besorgnis eines Marktversagens gerechtfertigt.<sup>134</sup>

## VI. *Schluß*

Die Frage nach einem Wettbewerb der Regelgeber im Europäischen Gesellschaftsrecht ist mehrfach zu präzisieren. Von zentraler Bedeutung ist zunächst, daß die Fragen bereichsspezifisch und nicht für „das“ Europäische Gesellschaftsrecht generell erörtert werden. Jedes Marktsegment hat, wie der Titel sagt, seine Struktur. Vorliegend wurden drei Hauptbereiche erörtert<sup>135</sup>: der Markt der Finanzierung, auf dem Anleger wählen können, der Markt der Unternehmensgründung und der Markt für Sitzverlegung und Umstrukturierungen, in dem Gründer bzw. Gesellschaften (Unternehmensleitung und Anteilseigner im Verbund) wählen können. Wichtig ist sodann eine zweite Unterscheidung, nämlich die, ob Wettbewerb überhaupt besteht und ob er wünschenswert ist. Ersteres wird in den USA selbstverständlich angenommen, ist jedoch auch im Europäischen Gesellschaftsrecht zumindest im ersten und wohl auch im zweiten Hauptbereich zu konstatieren. Zweiteres wird auch in den USA diskutiert. Bei beiden Fragen, vor allem der zweiten, ist eine dritte Präzisierung notwendig: Gefragt werden sollte nicht schlicht danach, ob Wettbewerb der Regelgeber existiert und zu wünschen ist. Zu fragen ist

133 KERBER, aaO (Fn. 39), S. 67, 88–96; dazu KOENIG/BRAUN/CAPITO, EWS 1999, 401.

134 Für das Recht des Vertragsabschlusses vgl. nur EuGH Slg. 1995, I-1141, 1176–1178 (*Alpine Investment*).

135 Unter III. bis V.

vielmehr, ob funktionierender Wettbewerb der Regelgeber existiert, ob er zu wünschen und auch wie er zu befördern ist. Die Funktionsvoraussetzungen, die zunächst allgemein erörtert<sup>136</sup> und dann den Betrachtungen in allen drei Einzelbereichen zugrundegelegt wurden<sup>137</sup>, sind: Wahlmöglichkeit, Information und (das Fehlen bzw. Minimieren von) Marktversagen. Bei der allgemeinen Erörterung ergab sich: Funktionierender Wettbewerb der Regelgeber kann nicht ernsthaft grundsätzlich abgelehnt werden. Wettbewerb der Regelgeber ist, wenn Markt- und Staatsversagen minimiert werden, ökonomisch sicherlich wünschenswert und wohl auch in Europa sogar verfassungsrechtlich geboten.

Legt man diese Fragen zugrunde, so ergibt sich für die drei Hauptbereiche: Stark ist der Wettbewerb, auch der der Regelgeber, im ersten Bereich, auch zwischen den USA und Europa. Hier kann freilich die Rahmenordnung noch besser genutzt werden, um Marktversagen entgegenzuwirken. Dies bezieht sich vor allem auf den Markt der (Informations-)Intermediäre. Wohl ebenfalls bereits stark ist der Wettbewerb der Regelgeber im Markt für Unternehmensgründungen. Dies hängt freilich von der Interpretation des Urteils in Sachen Centros ab. Verbesserungen sind hier ansonsten vor allem bei der Information von Gläubigern möglich und angedacht. Im Markt für Sitzverlegungen und Umstrukturierungen erscheinen die Hindernisse für eine freie Wahl noch sehr hoch. Daher ist die Wahlmöglichkeit gerade für die großen Spieler geringer. Möglicherweise kann jedoch auch dies grundfreiheitlich angegriffen werden und ist gerade hier auch eine baldige Fortentwicklung besonders wahrscheinlich.

136 Unter II.

137 Unter III. bis V.